

## FINANSAL AÇIKLIĞIN MAKROEKONOMİK DEĞİŞKENLERİN OYNAKLIĞI ÜZERİNE ETKİSİ: BİR YAZIN TARAMASI

Burcu ÖZCAN<sup>1</sup>

### Abstract

*All countries in the world have started to integrate to each other. So, international capital movements have gained speed across countries. Because of these improvements or processes, scholars have started to search economic impacts of financial liberalization on national economies. One of these is the impact of financial openness on macroeconomic volatility. Many scholars have started to wonder and analyze this impact with empirical and theoretical studies since 1990s. In this study, a comprehensive literature review about this topic is made. According to the results of our review, it can be said that impact of financial openness on macroeconomic volatility is not clear since it depends on countries' economic conditions such as financial development level, macroeconomic stability and institutional structure. If a country has a strong infrastructure in terms of these conditions, financial openness has generally a decreasing impact on macroeconomic volatility.*

**Keywords:** Financial openness, macroeconomic volatility, crises, capital mobility, financial development.

### Öz

*Dünyadaki tüm ülkeler bütünleşme süreci içerisine girmeye başlamıştır. Böylece uluslararası sermaye hareketleri ülkeler arasında hız kazanmıştır. Bu gelişmeler ya da süreçler nedeniyle düşünürler, finansal açıklığın ulusal ekonomiler üzerindeki ekonomik etkilerini araştırmaya başlamıştır. Bu etkilerden biri, finansal açıklığın makroekonomik oynaklık üzerindeki etkisidir. Birçok düşünür, bu etkiyi 1990'lardan itibaren merak etmiş, ampirik ve teorik çalışmalarla analiz etmeye başlamıştır. Bu çalışmada bu konu ile ilgili kapsamlı bir yazın taraması yapılmaktadır. İncelememizin sonuçlarına göre, finansal açıklığın makroekonomik oynaklık üzerindeki etkisinin, ülkelerin finansal gelişme seviyesi, makroekonomik istikrar ve kurumsal yapı gibi ekonomik koşullara dayalı olmasından ötürü net olmadığı söylenebilir. Eğer ülke bu koşullar bakımından güçlü bir alt yapıya sahipse, finansal açıklık genellikle makroekonomik oynaklık üzerinde azaltıcı bir etkiye sahiptir.*

**Anahtar Kelimeler:** Finansal açıklık, makroekonomik oynaklık, krizler, sermaye hareketliliği, finansal gelişme.

<sup>1</sup> İstanbul Üniversitesi, İktisat Fakültesi, İktisat Bölümü, Öğretim Üyesi, [bozcan@istanbul.edu.tr](mailto:bozcan@istanbul.edu.tr).

## 1-GİRİŞ

Ekonomik küreselleşme süreci, çok uluslu şirketler vasıtasıyla tüketicilere ve üreticilere mal, hizmet ticareti ve üretimin uluslararasılaşması sayesinde imkânlar sunmaktadır. İkinci Dünya Savaşı'ndan itibaren, ulusal finans piyasalarının gittikçe artan liberalleşmesine tanıklık edilmekte ve bu yaşanan liberalleşme süreci, finansal piyasaların bütünleşmesi ve finansal varlık ticaretinin artması için imkânlar sunmaktadır (Dickinson, 2007:109).

Yaşanan ekonomik küreselleşme süreci beraberinde uluslararası sermaye hareketliliğini de getirmiştir. Artan sermaye hareketliliği, ülkelerin ihtiyaç duydukları anlarda yurt dışından borçlanmalarına imkân tanımış ve ulusal yatırımların sadece yurtiçi tasarruf miktarının bir fonksiyonu olmaktan bağımsız kılarak ekonomik büyüme sürecine destek vermiştir. Fakat Neaime (2005)'nin ifadesiyle, yakın dönemde ilgi finansal gelişme ve finansal bütünleşmenin genel olarak makroekonomik oynaklık, özelde ise çıktı ve tüketim oynaklıkları üzerindeki etkilerini incelemeye yönelmiştir. Sermaye akımlarının yönündeki ani değişikliklerin, kısa vadeli sermaye akımlarının oynaklıklarını dengeleyecek iyi gelişmiş finansal alt yapıdan yoksun gelişmekte olan ülkelerdeki çıktı oynaklığını arttırdıkları görülmüştür. Köse (2007:1)'nin belirttiği üzere, gelişmekte olan ülkelerin yakın dönemde tecrübe ettikleri finansal krizler nedeniyle makroekonomik oynaklığın sebepleri ve sonuçlarının araştırılması önemli bir hâle gelmiştir. Bu tür krizler, makroekonomik oynaklığın açık bildirimleri olup aynı zamanda ekonomik büyüme ve refah üzerinde de negatif etkiye yol açmaktadır. Bu krizlerin birçoğu, gelişmekte olan ekonomilerin küresel ticarete ve finansal akımlara hızlı açılımlarından kaynaklanmaktadır.

Çeşitli göstergelerle ifade edilen ve birçok faydasından söz edilen finansal açıklık sürecinin özellikle 1990'lı yıllarda dünyanın birçok ekonomisinde yaşanan krizler sonucu riskleri ya da maliyetleri sorgulanmaya başlanmıştır. Ülkelerin birbirlerine artan bağımlılıkları, dışsal şoklara karşı ulusal ekonomileri kırılgan hale getirmekte ve özellikle kısa vadeli sermaye akımlarındaki gözlemlenen ani giriş ve çıkışlar ekonomik istikrarsızlıkları tetiklemektedir. Finansal açıklığın makroekonomik istikrarsızlığa ya da oynaklığa yol açması, kısa vadeli sermaye akımlarının ekonomik istikrarsızlık dönemlerinde ülke dışına ani çıkışlarından kaynaklanmaktadır. Kraay (1998:14)'in ifadesiyle, bu durumun temel nedeni dış borçların yapısında daha çok kısa vadeli ve oldukça kolay bir şekilde tersine çevrilir niteliğe sahip olan finansman biçimlerinin ağırlıklı paya sahip olmasıdır. Sermaye hesabının liberalleşmesinin son aşamasında çıkışlar üzerindeki kontrollerin azaltılması sonucu, ulusal ve yabancı sermaye kriz sırasında ülkeden kolayca kaçabilmektedir. Singh (2003:192)'in ileri sürdüğü üzere Asya'da, Latin Amerika'da ve Rusya'da yaşanan derin ekonomik ve finansal krizlerin ışığı altında bugün birçok iktisatçı kısa vadeli sermaye akımlarının sıklıkla oynak bir doğaya sahip, ani giriş ve çıkışlara konu olmalarından ötürü bu akımların gelişmekte olan ülkeler için olumsuz etkilere sahip olduklarını ifade etmektedirler. Buna ilave olarak Bekaert vd. (2006:371) için Meksika ve Güney Doğu Asya'daki krizler, ülkeleri ya da bölgeleri keskin resesyona hapseden yabancı spekülasyonun yıkıcı etkilerine dikkatleri çekmiştir. Yabancı sermayenin sadece finansal piyasalardaki oynaklığı değil; aynı zamanda reel ekonomideki oynaklığı da tetiklediği ve bu tür oynaklığın ise hiç de arzu edilmediği yönünde bir algı söz konusudur. Bu dizginlenemeyen sermaye akımlarının dezavantajları sonuç itibarı ile gelişmiş piyasalar arasında dahi sermaye akımları üzerinde Tobin vergisi uygulamalarına yönelik önerileri geri getirmiştir.

Açıklandığı üzere istikrarsız bir doğaya sahip olan kısa vadeli sermaye akımları makroekonomik değişkenler üzerinde istikrarsızlığa neden olmaktadır. Büyüme, tüketim, yatırım gibi makroekonomik

değişkenlerin sahip oldukları iş çevrimleri, kriz dönemlerinde ani sermaye çıkışlarından ötürü aşağı yönde inişler-sapmalar (yüksek oynaklık) sergilemektedir. Johnson (2007:6)'ın ifadesiyle, uluslararası finansal bütünleşmeden elde edilen birçok faydanın yanı sıra, büyük çaplı makroekonomik oynaklık ve krizlere yönelik hassasiyetin artması şeklinde muhtemel birçok maliyet de söz konusudur. 1990'larda yükselen ekonomilerin yaşamış oldukları krizler, finansal açıklığa sahip ekonomilerde sermaye girişlerinde gözlemlenen ani ülke dışına çıkışlar ve keskin resesyonlar şeklindeki riskleri gözler önüne sermiştir. Finansal açıklık süreci, özellikle ulusal kurumların ve politikaların yeterince gelişmediği ülkelerde söz konusu negatif eğilimleri daha da derinleştirmektedir.

Kısacası yazında bir taraftan finansal açıklığın ekonomik büyümeye yol açtığı, diğer taraftan ise makroekonomik istikrarsızlıklar oluşturarak refah kaybına neden olduğu ileri sürülmektedir. Özellikle 1980'li yıllarla birlikte ulus ötesi sermaye akımlarında görülen hareketlilik, finansal açıklığın ekonomik etkilerinin daha fazla incelenmesine neden olmuştur.

Çalışmada sermaye hareketliliğinin makroekonomik değişkenlerin oynaklığı üzerindeki etkileri teorik olarak ele alınmaktadır. Öncelikle finansal açıklık kavramı ve finansal açıklığın göstergeleri, fayda ve maliyetleri tartışılmakta, daha sonra kavram olarak makroekonomik oynaklığın ne anlama geldiği, açıklık sürecinin gelişmekte olan ülkelerdeki makroekonomik oynaklığı nasıl etkilediği, finansal açıklık ve makroekonomik oynaklık arasındaki ilişkinin yönüne dair teorik tartışmalar ve son olarak da söz konusu ilişkiyi araştıran ampirik çalışmalar yazın taraması başlığı altında ele alınmaktadır.

## 2- SÜREÇ VE KAVRAM OLARAK FİNANSAL AÇIKLIK

Finansal küreselleşmeyi süreç açısından ele Obstfeld ve Taylor (2003:124-126) dört alt dönemden söz etmektedirler. Bunlardan ilki, 1914'e kadar olan süreçtir ki bu süreç içerisinde sabit döviz kuru sistemi, çoğu ülke için düzenli ve ihtiyatlı bir rejim olup çoğu çevre ülkeler, sadece küresel sermaye piyasalarında değil; aynı zamanda küresel ürün ve emek piyasalarında da yer almaktaydı. İkinci dönem, iki dünya savaşını ve Büyük Buhranı kapsayan 1914-1945 sürecine denk gelmekteydi. Bu dönemde para krizlerine karşı bir muhafız şeklinde ve altını koruyabilmek için sermaye kontrolleri oldukça yaygınlaşmış iken, sermaye akımları ise oldukça azalmıştır. 1945-1971 yıllarını kapsayan Bretton Woods olarak adlandırılan üçüncü dönemde ise ticaret akımları artmış ve ekonomik büyüme dünya tarihinde görülmemiş bir hızlanma süreci içerisine girmiştir. Dördüncü ve son dönemde ise, sabit döviz kuru rejimlerinden vaz geçilmiş ve 1970'li yıllardan 1990'lı yıllara kadarki süreçte gözle görünür bir sermaye hareketliliği yaşanmıştır. Mishkin (2007:259) ise liberalleşme sürecini iki alt dönem halinde ele almakta ve şu an içinde bulunulan dönemin ticari ve finansal akımların küreselleşmesinin ikinci evresine denk düştüğünden söz etmektedir. Birinci Dünya Savaşı'na kadar uzanan ilk evre, 1870-1914 dönemini kapsamakta iken, bu süreç içerisinde uluslararası ticaret yıllık %4, uluslararası sermaye akımları ise % 4.8 civarında artış göstermiştir.

Birinci dönemin ardından yaşanan yeni dönem, Büyük Bunalıma ve İkinci Dünya Savaşı'na yol açan krizlerin görüldüğü ekonomik istikrarsızlıkların hâkim olduğu yeni bir sürece tanıklık etmiştir. Schmukler (2004:39-40)'in ifadesiyle, yaşanan bu istikrarsız ortamda hükümetler finansal liberalleşme yerine, uygulamaları para politikalarının otonomilerini geri kazanmak üzere sermaye kontrolleri uygulamaya başladıkları için sermaye akımları 1950'ler ve 1960'lar boyunca oldukça önemli bir düşüş süreci içerisine girmiştir. Uluslararası

sistem, Bretton Woods (sabit ama ayarlanabilir döviz kuru rejimi) sistemine dayalı sınırlı sermaye hareketliliği ve otonom para politikaları tarafından yönetilmeye başlanmıştır. 1970'li yıllar ise, uluslararası finansal sistemde yeni bir dönemin başlangıcına şahitlik etmiştir. Petrol şokları ve Bretton Woods sisteminin çökmesi sonucu yeni bir küresel süreç başlamıştır. Yaşanan petrol şoku, uluslararası bankalara gelişmekte olan ülkelere yatırım yapmak üzere fonlar sağlamıştır. Bretton Woods'un sabit döviz kuru sisteminin sonlanması ile sermaye hareketliliği de artmıştır. Finansal liberalleşmenin günümüzdeki son evresinde 1985 sonrası yıllarda Köse vd. (2005:33)'nin ifadesiyle, uluslararası ticari ve finansal bağlantılardaki artışlar oldukça dikkat çekici bir hal almıştır. Örneğin, 1985-2000 yılları arasında ticari rejimlerini liberalleştiren ülkelerin oranı %30'dan %85'lere yükselirken, finansal açıklık süreci içerisine giren ülkelerin oranı ise, %20'den %55'e kadar yükselmiştir.

Süreç olarak kısaca açıklanan finansal liberalleşmenin, kavram olarak ne anlama geldiğinin de üzerinde önemle durulması gerekmektedir. Finansal açıklık, ülkeler arasında cereyan eden küreselleşme sürecinin sermaye ve finansal varlık hareketliliğinin serbestleşmesi ayağını oluşturmaktadır. Obstfeld ve Taylor (2003:126)'un ifadesiyle, 1990'lı yıllar ile birlikte küreselleşme terimi, artan ölçüde bütünleşmiş ve birbiriyle bağlantılı malların, hizmetlerin ve sermayenin serbest akışını temsil eden bir dünya ekonomisini tanımlamak üzere kullanılır hale gelmiştir.

Mevcut yazında dikkat çeken bir diğer nokta ise, finansal açıklık (financial openness) ve finansal bütünleşme (financial integration) kavramlarının kimi zaman birbirleriyle karıştırıldığıdır. Sermaye hesabını liberalleştiren bir ülke, finansal açıklık sayesinde uluslararası finansal piyasalarla finansal bütünleşme arayışı içerisine girmektedir. Bu durumda finansal açıklık araç, finansal bütünleşme ise amaç haline gelmektedir. Finansal açıklık, sınır ötesi sermaye hareketliliği üzerindeki yönetsel kısıtların kaldırılmasını gerektirmektedir. Bir ülke sermaye hesabını liberalleştirmeye başlayıp açıklığı sağladıktan sonra finansal bütünleşmeyi elde etmektedir (Le, 2000:4).

Finansal liberalleşme, ülkelerin sınırdışı finansal kanallar ile bağlanmalarını ve brüt yabancı varlık ve yükümlülük toplamalarının milli gelirleri içerisindeki oranını temsil etmekte olup son otuz yılda oldukça büyük bir gelişme göstermiştir (Johnson, 2007:3). Başka bir ifadeyle finansal liberalleşme, bir ülkenin ulusal finans sisteminin uluslararası finansal piyasalar ve kurumlar ile bütünleşmesidir (Schmukler, 2004:39). Bu bütünleşme, hükümetin ulusal finans sektörünü ve sermaye hesabını liberalleştirmesini gerektirmektedir. Süreç, liberalleşen ekonomilerde görülen ülkelerarası sermaye akımlarındaki artış ile açıklanmaktadır.

Dickinson (2007:109-110) ise finansal piyasaların bütünleşmesini üç aşamalı bir liberalleşme süreci ile açıklamaktadır. İlk aşama, sermaye hesabının liberalleştirilmesini içermekte ve bu aşamada ulusal finansal piyasalar, finansal varlıklar sayesinde ticarete açılabilirler. Bu sayede yurt içinde yaşayanlar, yabancı finansal varlıkları ve yurt dışında yaşayanlar da ulusal finansal varlıkları satın alabilirler. Liberalleşme sürecinin ikinci ayağında ise, yabancı firmalara (kurumlara) ulusal para ile iş yapabilme imkânı tanınmaktadır. Üçüncü ve son aşama ise, birçok ülkenin tek bir para birimini kabul etmeleri ile son bulmakta olup artık bu aşamada sermaye hesabının liberalleştirilmesi yönünde herhangi bir engel kalmamaktadır. Sonuç olarak, finansal hizmet ve varlıkların para alanı içerisinde hareket edebilecekleri tek bir pazarın oluşumu söz konusudur.

Finansal açıklığı temsilen ampirik çalışmalarda kullanılan göstergelere bakıldığında ise, genellikle "**de-facto**" olarak adlandırılan göstergelerden "toplam sermaye girişi ve çıkışlarının GSYİH'ya oranı"nın kullanıldığı görülmektedir. Bunun yanı sıra sermaye akımlarına ilişkin yasal ve düzenleyici kısıtlamaları içeren "**de-jure**"

olarak adlandırılan bir başka gösterge çeşidi de söz konusudur. De-jure göstergeler çoğunlukla IMF'nin AREAER (Kambiyo Düzenlemeleri ve Kısıtlamaları Yıllık Raporu) adlı yayınında ifade edildiği üzere sermaye hesabı işlemleri üzerindeki kısıtların kaldırılması ile temsil edilmekte (Bussiere ve Fratzscher, 2004:11) ve 0 ve 1 rakamları sırasıyla, tam açıklık ve tam kapalılık durumlarını göstermektedir.

Edison vd. (2002) yazında kullanılan finansal açıklık göstergelerini iki temel gruba ayırmaktadır. Bunlardan ilki **"kural zeminine dayalı"** göstergeler olup IMF ölçüleri, oran ölçüleri (ülkelerin sermaye hesaplarını liberalleştirdikleri yılların oranı), yoğunluk ölçüleri (Quinn ölçüleri, OECD sermaye hareketleri liberalizasyon kodu, Montiel- Reinhart yoğunluk ölçüsü, borsa liberalizasyon göstergeleri) şeklinde alt gruplardan oluşmaktadır. **"Nicelik zeminine dayalı"** göstergeler ise, ulusal yatırım oranları ile eşleşen ulusal tasarruf oranları, faiz oranı farklılığı ve uluslararası sermaye akımları şeklinde üç gruba ayrılmaktadır.

Quinn (1997) ise, IMF'nin sermaye hesabı kısıtlarına ilişkin tanımlarını okuyarak ve sermaye kısıtları yoğunluğuna ilişkin skorlar tayin ederek, IMF kısıt ölçüsünü geliştirmeyi amaçlamıştır. Fakat Quinn ölçüleri, bazı OECD üyesi ülkeler için 1950-1997 yılları arasında yıllık bazda bulunurken, OECD üyesi olmayan ülkeler için sadece 1958, 1973, 1982 ve 1988 yılları için söz konusudur. 1950-1997 Dönem aralığında söz konusu ölçü için 0 şeklindeki puanlama ödemelerin yasaklandığını, 0.5 şeklindeki puanlama niceliksel ya da diğer düzenleyici kısıtlamaların varlığını, 1 şeklindeki puanlama işlemlerin ağır vergilere konu olduğunu, 1.5 şeklindeki puanlama daha düşük vergi uygulamalarının varlığını, 2 şeklindeki puanlama ise işlemlerin vergiden ya da kısıtlamalardan muaf olduğunu temsil etmektedir.

De-jure göstergeleri temsilen kullanılan ve kısaca açıklanan IMF ve Quinn (1997) göstergeleri bir takım eleştirilere de maruz kalmaktadırlar. Örneğin, IMF göstergesinin avantajı oldukça fazla ülke grubu için tutarlı bir ölçü olmasında yatmakta iken en büyük dezavantajı ise, sadece 1996 yılına kadar söz konusu olmasıdır (Klein ve Olivei, 2005:6). Söz konusu ölçü, 1966-1995 dönemi boyunca tüm IMF üye ülkeleri için bulunmakla birlikte; kontrollerin yoğunluğundan ziyade varlığını ölçmesi ve ikamet etmeyenlerden ziyade ikamet edenlere yönelik kontrollere odaklanması açısından ise önemli bir dezavantaja sahiptir (Kraay, 1998:5-6). Mirdala (2006:441)'nin ifadesiyle de-jure göstergeler sermaye hesabının açıklığını tam anlamıyla yansıtmamakta, sermaye kontrollerinin uygulanma derecelerini içermemekte ve en önemlisi ise, söz konusu ülkenin uluslararası sermaye piyasaları ile gerçek bütünleşme derecesini yansıtmamaktadırlar.

Açıklanan Quinn (1997) ve IMF göstergeleri ya da ölçülerinden farklı olarak Edison vd. (2002) bir takım yeni ölçülerden de söz etmektedirler. Bunlardan ilki, doğrudan yabancı yatırımlar ile portföy giriş ve çıkışları toplamının GSYİH'daki payını temsil eden sermaye akımları stokudur. Başka bir ifadeyle, Lane ve Milesi-Ferretti (2001) tarafından ileri sürülen, ülkenin yabancı varlık ve yükümlülükleri toplamının GSYİH'daki payını temsil eden ölçüdür. Bir diğer ölçü ise, sermaye girişleri stokudur (stock of capital inflows) ve doğrudan yabancı yatırımlara ve portföy girişlerine ait stoku GSYİH'nın bir oranı ile temsil etmektedir. Üçüncüsü ise, sermaye girişleri (inflows of capital) olup doğrudan yabancı yatırımları ve portföy girişlerini GSYİH'nın bir oranı şeklinde göstermektedir.

Söz konusu göstergelerle ilgilenen bir diğer yazar olan Johnson (2007:5) tarafından ise mevcut göstergeler üç şekilde sınıflandırılmaktadır:

**1) Nicelik Zeminine Dayalı Göstergeler:** Bu göstergeler, uluslararası finansal bütünleşmenin en çok kabul edilen ve en çok uygulanabilirliğe sahip olan gösterge türüdür. Brüt dış varlık ve yükümlülükler toplamının gayri

safi yurt içi hâsılaya oranı şeklinde ifade edilmektedir. Bir diğer niceliksel zemine dayalı gösterge ise, brüt finansal girdi ile çıktıların toplamına odaklanmaktadır.

**2) Tasarruf-Yatırım Korelasyonu:** Uluslararası finansal piyasalara erişim imkânına sahip ekonomilerde yatırım ulusal tasarruftan sapmaktadır. Bu nedenle tasarruf-yatırım eşitliği, birçok ülke grubu için finansal bütünleşmenin derecesini belirlemede kullanılmaktadır. Feldstein ve Horioka (1980) tarafından yapılan çalışma, oldukça geniş bir ülke örneklemini için tasarruf ve yatırım değişkenleri arasındaki korelasyondan hareketle sermaye hareketliliğinin gerçek derecesini ölçmeye yönelmiştir. Bir ülkede yatırım ve tasarruf oranlarının eşitlenmesi sıkı bir sermaye hesabı kontrolü olduğunun göstergesi iken, söz konusu iki değişken arasında herhangi bir ilişkinin olmaması ise, serbest sermaye hareketliliğinin bir göstergesi şeklinde ifade edilmiştir.

**3) Fiyat Temelli Göstergeler:** Finansal bütünleşmede benzer enstrümanların ticaretinde arbitraj imkânı olmamalıdır. Bu nedenle finansal enstrümanların farklı ülkelerdeki beklenen getirilerinin kıyaslanması bütünleşme açısından iyi bir ölçü oluşturmaktadır. Bu gruba ait bir diğer alternatif ölçü ise, ülkeler arasındaki reel faiz oranlarının kıyaslanmasıdır.

### **3-FİNANSAL AÇIKLIĞIN EKONOMİK ETKİLERİ (FAYDA VE MALİYETLERİ)**

1980'lerin ortalarından beri gözlenen finansal liberalleşme dalgası, endüstriyel ülkeler arasındaki ve özellikle de endüstriyelleşmiş ve gelişmekte olan ülkeler arasındaki sermaye akımlarının hareketliliğinde gözlenen yükselişler şeklinde kendini ortaya koymaktadır. Bu sermaye akımları bazı gelişmekte olan ekonomilerde ekonomik büyümeyi tetiklerken, bazılarında ise büyüme oranlarında azalışlara ve finansal krizlere sebep olmaktadır. Sonuç olarak hem akademik, hem de politik alanda finansal liberalleşmenin gelişmekte olan ekonomiler üzerindeki nihai etkileri oldukça yoğun tartışmalara konu olmaktadır (Prasad vd., 2004:2; Prasad vd., 2003:6).

İktisat teorisi, rekabetçi ve etkin piyasalar modellerine dayalı olarak finansal açıklığın ekonomik büyümeyi hızlandırması gerektiğini vurgulamaktadır. Yaşanan deneyimlerden çıkarılan sonuçlar ise bazı ülkelerin finansal liberalleşmeden fayda sağlarken, diğerlerinin ise oldukça vahim krizler ve resesyonlarla yüzleştiklerini ortaya koymuştur. Etkin piyasalar hipotezine dayalı olarak liberalleşmenin faydalı olduğunu savunanlara karşıt bir görüş ise asimetrik bilgi, saklı eylem ya da politik/ekonomik faktörlerle ilgili bazı piyasa aksaklıklarının varlığının finansal liberalleşmenin refah azaltıcı etkilerini tetiklediğini ileri sürmektedir (Bussiere ve Fratzscher, 2004:69). Bu nedenle finansal açıklığın ekonomik fayda ve maliyetleri alt başlıklar altında izah edilecektir.

#### **3-1 Finansal Açıklığın Maliyetleri**

Fiziksel malların ülkeler arasında serbest dolaşımı (ticari liberalleşme) iktisatçılar tarafından refah artırıcı olarak düşünülürken, finansal varlık hareketlerinin (sermaye hesabının liberalleşmesi) net etkisi oldukça kolay belirlenememektedir. Bir taraftan hem mikro, hem makro ekonomik teoriler uluslararası sermaye hareketliliğinin çeşitli faydalarına işaret ederken; diğer taraftan Doğu Asya finansal krizi gibi yaşanan krizler, liberalleşme süreci ile ilgili birçok soruyu da beraberinde getirmektedir (Le, 2000:3). Hoeven ve Lübker (2006:1-2) için 1990'lı yıllardan beri gözlemlenen yabancı sermaye akımlarındaki artış beraberinde ekonomik oynaklığı

da getirmiş ve artan bu oynaklığın ise, gelişmekte olan ülkelerde oldukça fazla finansal ve ekonomik krizlere neden olduğu gözlenmiştir. Bu tür krizlerin ayrıca ekonomik büyüme, yatırım ve gelir üzerinde sadece kısa vadede değil; uzun vadede de negatif etkilere yol açtığı görülmüştür.

Finansal açıklığın maliyetlerine değinen bir başka yazar olan Agenor (2001:12-19) ise söz konusu maliyetleri sermaye girişlerinin ulusal açıdan yanlış tahsisi (söz konusu sermayenin spekülasyon ya da düşük kaliteli yatırımların finansmanında kullanılması), makroekonomik istikrarın kaybı (sermaye akımları hızlı parasal genişleme, enflasyonist baskı, reel döviz kurunun aşırı değerlenmesi ve cari açığın genişlemesi şeklinde arzulanmayan makroekonomik etkileri ortaya koymaktadır), kısa vadeli sermaye akımlarının konjoktörle aynı yönlü hareketlilikleri, sermaye akımlarının konsantrasyonu ve erişim yetersizlikleri (sermaye piyasalarına erişimin asimetrik olmasından ötürü çoğu gelişmekte olan ekonomi, dünya sermaye piyasalarından sadece iyi zamanlarda borç alma olanağına sahip olup kötü zamanlarda ise, kredi kısıtlaması ise yüz yüzedir. Erişim konjoktörle aynı yönlü olduğu için bu durum makroekonomik istikrarsızlığı da tetiklemektedir), yabancı bankaların giriş riski (piyasaya giren yabancı bankalar küçük firmalara yönelik kredi kısıtlamasına giderek, büyük firmalara kredi imkânları sunmaktadırlar. Sonuç itibarıyla, küçük firmalar üzerinde oluşturulan kredi tayinlaması çıktı, istihdam ve gelir dağılımı üzerinde ise negatif etkilere yol açmaktadır) şeklinde sıralamaktadır.

Sermaye girişleri, aynı zamanda McLean ve Shrestha (2002:1-2)'nin ifadesiyle, ulusal paranın değerlenmesine yol açarak ticaret dengesini de olumsuz etkilemektedir. Büyük hacimli ansız sermaye girişleri, hızlı tüketim artışına yol açmakta, enflasyonu körüklemekte ve cari hesap açıklarını sürdürülemez kılmaktadır. Gelişmemiş finansal sistemlere sahip ülkelerde ise finansal liberalleşme kriz olasılığını arttırmaktadır. Örneğin, banka borçlanmalarındaki hızlı artış, banka bilançolarının bozulmasına yol açarak ülkeleri finansal krizlere karşı daha hassas hale getirmektedir. Ülkenin reel sektörü kadar finans sektörü de kırılgan bir hal almaktadır.

Apoteker ve Crozet (2003:12-13) ise finansal liberalleşmenin önemli maliyetlerinden birinin finansal oynaklıklar şeklindeki istikrarsızlıklar olduğunu belirtmektedirler. Finansal liberalleşme ile finansal akımlar, bir ülkenin içinde ve dışında oldukça serbestçe hareket edebilmektedir. Politik kredibilite (güvenilirlik) ve parasal güçten yoksun ülkelerin ekonomik politikaları, sermaye hareketliliği ve bu sermaye akımlarının oynak doğaları nedeniyle kullanışsız kalmaktadır. Eichengreen (2001:352)'in belirttiği üzere, sermaye üzerindeki kontrollerin kaldırılması, bilgi aksaklıkları olmadığı zaman ekonomik refahı ve etkinliği arttırabilir. Asya krizi örneği, ülkelerin sadece mevcut kurumsal alt yapılarını ve piyasalarını güçlendirmeleri halinde finansal liberalleşmeden fayda sağlayacaklarını ortaya koymuştur. Bu nedenle basiretli denetimler, kaliteli kurumsal yönetim, alacaklı haklarının güçlendirilmesi, saydam muhasebe ve hesaplama standartlarının uygulanması uluslararası sermaye hareketliliğinin risklerini asgari düzeye indirmek için gereklidir. Licchetta (2006:2)'nin ifadesiyle, sermaye hesabı liberalleşmesinin gelişmekte olan ekonomiler için bir takım riskler taşıdığı ve bu nedenle de politik müdahalelerin gerekli olduğu büyük ölçüde kabullenilir hale gelmiştir. Küresel sermaye piyasası, özellikle seyahat edecek yeterli teçhizata sahip olmayan zayıf, gelişmekte olan ülkeler için türbölanslı ve oldukça tehlikeli bir arenadır. Bu anlamda sermayeyi denetimsiz bırakmaktan ziyade, bir takım denetimlere tabii tutmak makul bir çözüm yoludur.

Açıklandığı üzere finansal açıklığın zarar yerine fayda sağlayabilmesi için söz konusu ülkenin bir takım ekonomik alt yapı koşullarını karşılaması gerekmektedir. Johnson (2007:24) için finansal bütünleşmenin ekonomik büyüme ve oynaklık üzerinde etkili olduğu aktarım mekanizmaları gelişmiş bir finans sektörü, kurumsal kalite, sağlam makroekonomik politikalar ve ticari bütünleşme şeklindedir. Ayrıca finansal açıklığın,

ekonomik büyümeye katkıda bulunması ve ekonomik riskleri azaltması için söz konusu ülkenin yapısal ve iktisadi yapı açısından belli eşik değer düzeylerine ulaşmış olması gerekmektedir. Sermaye hesabının gelişmiş ve denetlenmiş finansal sektörler, iyi kurumlar ve sağlam makroekonomik politikalar olmaksızın liberelleştirilmesi, ülkeyi sermaye girişlerindeki ani çıkışlar ya da duruşlar nedeniyle zarara uğratmaktadır. Finansal açıklık ve olması gereken eşik değer düzeyleri arasındaki mevcut etkileşim, ekonomik büyüme ve makroekonomik oynaklık üzerinde önemli sonuçlar doğurmaktadır. Şekil 1 bu durumu temsil etmektedir (Kose vd., 2006:34- 35)

### ŞEKİL 1

Şekil 1’de görüldüğü üzere bir ülkenin finansal piyasalarının gelişimi, kurumsal kalite, makroekonomik politikalar ve ticari bütünleşme açısından belli eşik değer düzeylerinin üzerinde olması ekonomik büyüme ve toplam faktör verimliliğini (TFV) yükseltirken, altında olması ise ekonomik büyüme ve toplam faktör verimliliğini azaltmakta ve kriz risklerini yükseltmektedir.

Söz konusu kanallardan finans sektörünün gelişimi açısından ele alınacak olunursa, ulusal finans sisteminde yabancı bankaların artan varlığı söz konusu ülkenin uluslararası finansal piyasalara erişimini kolaylaştırmakta, ulusal bankacılık endüstrisinin düzenleyici ve denetleyici mekanizmasının gelişimine ise yardımcı olmaktadır. Ayrıca yabancı bankalar, rekabeti arttırabilen yeni finansal araç ve teknolojiler sunarak finansal hizmetlerin kalitesini de iyileştirebilmektedirler (Kose vd., 2006:38; Mirdala, 2006:449).

Bir başka açıdan ise finansal açıklık devletin, kredibilitesi yüksek ekonomi politikaları üstlenmesini sağlayarak iktisadi verimliliğin artmasına da katkıda bulunmaktadır. Başka bir ifadeyle, finansal açıklığın disipline edici rolü makroekonomik politika değişikliklerine karşılık sermayenin daha verimli eylemlere doğru yeniden tahsisini mümkün kılarak ulusal yatırımın dinamiklerini değiştirebilmektedir (Prasad, 2004:15). Kurumsal gelişmişlik mekanizmasına bakıldığında, kurumsal gelişmişlik finansal akımların doğrudan yabancı yatırımlara ve portföy yatırımlarına doğru kompozisyonunun değişmesine yol açarak ekonomik büyüme ve makroekonomik istikrarın artmasına katkıda bulunmaktadır. Şekil 1 üzerindeki son aktarım mekanizması olan ticari bütünleşmenin düzeyi arttıkça ise, finansal akımlardaki ani duraksamalara daha az rastlandığı için cari açığın tersine dönüş riski de düşmekte ve ticari bütünleşme, finansal krizlerden toparlanmayı hızlandırabilmekte ve aynı zamanda krizlerin büyüme üzerindeki ters etkilerini de yatıştırabilmektedir (Johnson, 2007:24).

Açıklandığı üzere finansal açıklık ekonomik alt yapı açısından yetersiz olan ülkelerde kriz süreçlerini hızlandırmaktadır. Ekonominin hem reel, hem de finansal kesiminde ise ciddi istikrarsızlıklara yol açmaktadır. Özellikle spekülâtif içerikli kısa vadeli sermaye akımları, ekonomik çöküş dönemlerinde ülkeyi terk ederek mevcut koşulları daha da kötüleştirmektedir. Finansal açıklığın maliyetlerini asgari düzeye indirgeyebilmek için ülkelerin sağlam ekonomik alt yapıya sahip olmaları gereklilik arz etmektedir.

### 3-2 Finansal Açıklığın Faydaları

Birçok teorik modelde finansal açıklığın ekonomik büyüme oranlarının yükselmesine ve makroekonomik oynaklığın azalmasına katkıda bulunduğu ifade edilmektedir. Öncelikle ulusal finans piyasasının dışa açılması, büyümeyi tetiklemekte ve gelişmekte olan ekonomilerin rakiplerini yakalamalarına imkân sağlamaktadır. Dünya genelinde ise, sermaye daha etkin tahsis edilmektedir. Bu serbest dolaşım ile birlikte sermaye, bol olduğu yerden



kıt olduğu yere doğru hareket etmektedir. Sonuç olarak, bu süreçten gelişmekte olan ekonomilerdeki fiziksel sermaye düzeyi ve tasarruf miktarı pozitif yönde etkilenmektedir (Licchetta, 2006:4). Ayrıca gelişmekte olan ülkeler açısından finansal açıklıktan beklenen faydalardan bir diğeri, kaynakları daha iyi kullanabilme ve doğrudan yabancı yatırımlar ve özel portfolyo yatırımları gibi diğer uluslararası sermaye akımlarını teşvik ederek sermaye oluşum sürecine katkıda bulunmasıdır (Hoeven ve Lübker, 2006: 1).

Finansal açıklığı destekleyen unsurlar dört temel düşünce etrafında şekillenmektedir. Bunlar sırasıyla, tüketim düzleştirmesi (**consumption smoothing**) sağlayan artan uluslararası risk paylaşımı, sermaye akımlarının ulusal yatırım ve büyüme üzerindeki pozitif etkisi, artan makroekonomik disiplin ve yabancı bankaların girişi ile ulusal finans sisteminin gelişmesi şeklindedir (Agenor, 2001:4-12): Gourinchas ve Jeanne (2002:3) ile Fischer (1997:3) için ise sermaye hesabı açıklığı, doğrudan yabancı yatırımların teknolojik ve know-how içeriğinden ötürü ulusal ekonominin etkinliğini zenginleştirmektedir. Çünkü daha güçlü yabancı bankaların piyasaya girişi ulusal finans sisteminin gelişmesine katkıda bulunmakta, böylece ulusal tasarrufların dağılımını etkinleştirmekte ve kaynakların en verimli üretim alanlarına doğru yönlendirilmesine katkıda bulunmaktadır. Açık bir sermaye hesabı ulusal politikaların reformu için teşvikler ve yatırımcı dostu ulusal bir çevre de sunabilmektedir.

Yapılan açıklamalara benzer şekilde finansal açıklığın faydaları üzerinde duran bir diğeri yazar olan Calvo vd. (1996:124) için yabancı sermaye ulusal yatırımı finanse ederek ekonomik büyümeyi arttırmakta, böylece gelişmekte olan ülkelerdeki insanların yaşam standartlarında artışlara neden olmaktadır. Sermaye girişleri aynı zamanda hane halkının tüketimlerini zaman boyunca düzleştirmelerine ve daha yüksek tüketim düzeyleri elde etmelerine imkân sağlayarak refah düzeyinin yükselmesine de katkıda bulunmaktadır. Gelişmiş ülkeler açısından ise, sahip olunan portföylerin uluslararası farklılaşmasına katkıda bulunmaktadır.

Finansal açıklığın ekonomik açıdan ülkeye sağladığı en büyük fayda ekonomik büyümeyi teşvik etmesidir. Fakat ekonomik büyüme amacının elde edilmesi Prasad vd. (2004) tarafından açıklandığı üzere finansal bütünleşmenin bir takım doğrudan ve dolaylı kanalları aracılığı ile gerçekleşebilmektedir. Doğrudan kanallar; ulusal tasarruf düzeyinin artması, daha iyi risk dağılımı neticesinde sermayenin maliyetinden görülen düşüşler, teknolojik ve yönetsel know-how transferi ve ulusal finans sektörünün gelişmesidir. Dolaylı kanallar ise; uzmanlaşmanın ilerlemesi (finansal bütünleşme ülkelerin uluslararası risk paylaşımına katılmalarına imkân sağlayarak hem tüketim oynaklığını azaltmakta, hem de dolaylı olarak uzmanlaşmayı teşvik ederek büyümeye katkıda bulunmaktadır.), etkin ekonomi politikalarına yönelik taahhüdün sağlanması ve sinyalleme (ülkenin finansal bütünleşme istekliliği gelecekte yabancı yatırımcılar için dost politikaların uygulanacağına dair sinyaller şeklinde yorumlanabilmektedir.) şeklindedir.

Kose vd. (2006:33) ve Mirdala (2006:446) finansal açıklığın, ulusal finansal sistemlerin ve kurumların (yönetim ve yasal hükümlerde gözlemlenen) gelişmesi ve makroekonomik politikaların iyileşmesi şeklinde sağladığı faydaları "**tamamlayıcı-ek faydalar**" (**colletaral benefits**) olarak adlandırmaktadır. Bu faydaların ekonomik büyüme üzerindeki dolaylı etkilerini ise Şekil 2 üzerinde göstermektedirler.

## ŞEKİL 2

Şekil 2’de görüldüğü üzere, finansal liberalleşme geleneksel kanallar aracılığı ile büyüme ve oynaklık üzerinde doğrudan etkiliyken tamamlayıcı olarak adlandırılan bir takım kanallar ile de dolaylı etkilere sahiptir. Geleneksel yaklaşım, sermaye akımlarının doğrudan GSYİH büyümesini arttırdığı ve tüketim oynaklığını

düşürdüğü kanalların önemine odaklanmaktadır. Bu kanallar önemli olmakla birlikte, finansal açıklığın bir takım tamamlayıcı faydalar sağlayarak da GSYİH büyümesinde ve toplam faktör verimliliğinde (TFV) artışlara ve tüketim oynaklığında ise düşüslere yol açması söz konusudur. Finansal açıklığın ekonomik büyümeyi etkilediği geleneksel kanallar; sermayenin etkin dağılım ve yoğunlaşması ile uluslararası risk paylaşımını içermektedir. Ayrıca finansal açıklık süreci, geleneksel kanallara ilave olarak finansal piyasaların ve kurumsal alt yapının gelişmesi, yönetimin kaliteli oluşu ve makroekonomik disiplinin sağlanması şeklindeki tamamlayıcı faydalar ile de dolaylı olarak büyüme ve oynaklık üzerinde etkili olmaktadır. Mirdala (2006:448)'nın ifadesiyle, sermaye hesabı liberalleşmesi bir dizi dolaylı ama önemli faydalar sunmakta ve bu faydalar ise büyümeye yol açmaktadır. Bu anlamda oldukça gelişmiş ve etkin finansal sektörlerin, iyi kurumların ve sağlam makroekonomik politikaların daha yüksek büyüme oranlarına yol açtığı söylenmektedir.

Finansal açıklık süreci, ekonomik alt yapı bakımından gerekli koşulların karşılanması durumunda ülkelerin ekonomik büyüme süreçlerine dinamizm katacaktır. Bunun için gelişmiş bir finansal sistemin, basiretli makroekonomik politikaların ve sağlam bir kurumsal alt yapının varlığı gereklilik arz etmektedir. Gelişmiş ülkeler, gelişmekte olan ülkelere kıyasla bu koşullar açısından daha iyi bir düzeyde oldukları için finansal açıklık sürecinden kazanımlar elde etme ihtimalleri de oldukça yüksektir.

#### 4- KAVRAMSAL AÇIDAN MAKROEKONOMİK OYNAKLIK

Finansal açıklık ile ilişkilendirilmeye çalışılan büyüme, yatırım, tüketim gibi bir dizi ekonomik değişken söz konusudur. Bu değişkenlerin oynaklığı ile finansal açıklığın ilişkilendirilmesi ise oynaklık kavramının tanımlanmasının ve ölçülmesinin kolay olmaması nedeniyle zordur. Fakat kriz sürecinin ekonomi üzerindeki etkisi kendini en iyi şekilde makroekonomik değişkenlerin oynaklıklarının hesabında ortaya koymaktadır.

Sözlük tanımına bakacak olursak “oynaklık” hakkında bir dizi tanımlama söz konusudur: “Sıklıkla ya da çoğunlukla değişmeye yönelik eğilim”, “durağan olmama”, “aniden değişim ya da değişime yönelik eğilim”, “tahmin edilemeyen-belirsizlik hali”, “kararsızlık” gibi. Bu değişen tanımlamaların ötesinde, oynaklık ile ilişkilendirilen terimlerden doğan belirsizlikler de söz konusudur. Bazen bu terimler (kriz, risk, kırılganlık gibi) oynaklığın yerine kullanılmaktadır (Wolf, 2005:48).

Oynaklığın **değişkenlik** ve **belirsizlik hali** şeklinde iki temel çağrışımı söz konusudur. Değişkenlik, tümüyle hareketliliği gösterirken belirsizlik ise bilinmeyen hareketliliği ifade etmektedir. Kavramsal olarak verili bir zamandaki oynaklık tahmin edilebilir ve tahmin edilemeyen iki kısma ayrılmaktadır. Politikacılar tahmin edilebilir nitelikteki kısım daha iyi mücadele edebilmektedirler. Bu nedenle asıl merak konusu oynaklığın tahmin edilemeyen kısmıdır (Wolf, 2005:49).

Tahmin edilebilir ve edilemeyen kısım şeklinde ikiye ayrılan oynaklık türleri, Hnatkovska ve Loayza (2004:8) tarafından şu şekilde isimlendirilmekte ve açıklanmaktadır: Tekrarlı, fakat küçük çevrimsel düzensizlikleri ifade eden tahmin edilebilir kısım “**normal oynaklık**” olarak adlandırılırken; geniş çaplı ve süreklilik kazanan negatif makroekonomik düzensizlikleri ifade eden tahmin edilemeyen kısım ise “**krizler-kriz oynaklığı**” şeklinde adlandırılmaktadır. Normal oynaklık ekonominin normal işleyiş sürecinde görülebilirken, kriz oynaklığı ise ekonominin kriz veya çöküş sürecine girdiği zaman görülmektedir. Örneğin, mevsimsel etkilerden kaynaklanan üretimde veya işsizlik oranlarında görülen iniş-çıkışlar şeklindeki salınımlar normal oynaklık olarak

adlandırılabilir. Asıl sorun kriz ya da aşırı oynaklık olarak adlandırılan büyük çaplı ve ani salınımlardır. Bu türün tahmin edilmesi oldukça zordur ve refah kaybı ise oldukça fazladır.

Normal oynaklık, belli eşik değer düzeyinin içerisinde düşen sapmalara tekabül eden çıktı aralığı ya da kişi başı GSYİH büyümesinin standart sapma oranı; kriz oynaklığı ise belli bir eşik değer düzeyinin altındaki aşağı yönlü sapmalara tekabül eden çıktı aralığı ya da kişi başı GSYİH büyümesinin standart sapma oranı şeklinde ifade edilmektedir. Bu eşik değer, ülkelere özgü kişi başı GSYİH oranlarının standart sapmalarının dünya geneli ortalamasına eşit olup tüm ülkeler için ise ortaktır (Hnatkovska ve Loayza, 2004:10).

Şekil 3’de görüldüğü üzere, normal oynaklık,  $(u+1\sigma)$  ve  $(u-1\sigma)$  bandı arasında gözlenen sapmaları, kriz oynaklığı ise bu bandın dışında kalan ve  $(u-1\sigma)$  alt eşik değer düzeyinin altına düşen sapmaları göstermektedir.

### ŞEKİL 3

Makroekonomik oynaklığı ölçmek üzere iki tür hesaplama söz konusudur. Bunlardan ilki, kişi başı reel GSYİH büyüme oranının standart sapmasının hesaplanmasıdır. Diğeri ise, bir değişkenin iş çevrimi ögelerinin (filtrelenmiş ögelerinin) standart sapmasının hesaplanmasıdır. İlk yaklaşımda, büyüme oranı logaritmik farklar alınarak hesaplanmaktadır. İkinci yaklaşımda ise, iş çevriminin büyüklüğüne odaklanılmakta ve iş çevrimi ögeleri filtreleme teknikleri kullanılarak (Hodrik-Prescott filtresi, Baxter-King filtresi) tahmin edilmektedir (Tharavanij, 2007:15). Genellikle iş çevrimi geleneğine dayalı olan genel denge modelleri, iş çevrimi oynaklığını filtreleme tekniği ile hesaplarken, ekonometrik çalışmalar ise makroekonomik oynaklığı tüketim, çıktı gibi değişkenlerin standart sapmasının belli bir “k dönemi” için hesaplanması aracılığı ile regresyona dahil etmektedirler (incelenen ampirik çalışmalarda k döneminin genellikle 5 yıl olarak seçildiği görülmüştür). 1 Nolu denklem ekonometrik çalışmalarda kullanılan makroekonomik oynaklık hesabını göstermektedir:

$$\sigma(dy_{it}) = s.d.(y_{it} - y_{i,t-1}) = \left( \frac{1}{T} \sum (dy_{i,t} - \overline{dy}_{i,t})^2 \right)^{1/2} \quad (1)$$

Burada  $\sigma$  oynaklığı,  $y_{it}$  reel kişi başı çıktının logaritmasını,  $d_{y_{it}}$   $y_{it}$ ’nin ilk farkı alınarak hesaplanan yıllık büyümesini, s.d. standart sapmayı,  $\overline{d_{y_{i,t}}}$  ise  $d_{y_{i,t}}$ ’nin ortalaması alınarak hesaplanan 5 yıllık ortalama ülke büyümesini ifade etmektedir. T ise örneklem dönemini (5), i alt indisi ülkeyi ( $i=1,2,\dots,N$ ), t alt indisi zamanı ( $t=1,2,3,\dots,T$ ) göstermektedir. Formülde bağımlı değişken, büyüme oynaklığıdır ve 5 yıllık bir süreç için kişi başı reel GSYİH’nın büyüme oranının standart sapmasını temsil etmektedir (Calderon ve Hebbel, 2008:8-9).

#### 4-1 Gelişmekte Olan Ülkeler ve Makroekonomik Oynaklık

Gelişmekte olan ülkelerin sahip oldukları ekonomik yapısal özellikler, finansal açıklığın bu ülkelerin ekonomik değişkenlerinin oynaklığını nasıl etkilediği konusunda merak uyandırmıştır. Gelişmekte olan ülkelerin ekonomik kurumlarının (politik, finansal kurumlar gibi) kriz süreçlerine daha dayanıksız olması, finansal açıklığın bu ülkelerin ekonomik yapıları üzerinde ne gibi etkiler doğuracağı sorusunu da beraberinde getirmiştir. Makroekonomik oynaklık bu ülkeler için ciddi bir sorun haline dönüşmüştür.

Şekil 4’de görüldüğü üzere son elli yıllık süreç içerisinde çıktı oynaklığının gelişmiş ülkelere kıyasla, gelişmekte olan ülkelerde daha fazla olduğu gözlenmiştir. Orta vadeli perspektiften bakıldığında gelişmekte olan ülkeler arasında çıktı oynaklığındaki gözlenen eğilim de değişikliğe uğramıştır. Bazı bölgelerde 1970’ler ve 1980’ler sırasında gözlenen yüksek oynaklık seviyelerinde ilerleyen zamanla birlikte düşüşler görülürken (Güney Asya ve Orta Doğu ve Kuzey Afrika gibi); Doğu Asya, Doğu Avrupa ve Merkez Asya’da 1990’larda ve Latin Amerika ile Sahra-altı Afrika’sında ise 2001-2006 yılları arasında artışlar görülmüştür. Bu değişikliklere rağmen ortalama oynaklığın bu süreç içerisinde OECD ülkelerine kıyasla tüm gelişmekte olan ülkelerde daha yüksek olduğu ifade edilmektedir (Perry, 2009:1).

#### ŞEKİL 4

Yapılan tahminler 1970-2005 dönemi arasında gelişmekte olan ülkelerdeki aşırı oynaklığın %44 kadarının dışsal şoklardan, %38 kadarının makroekonomik politikalardan ve kalan %18’inin ise ulusal sermaye piyasalarının yetersiz gelişimi, finansal bütünleşme ve diğer faktörlerden kaynaklandığını ortaya koymaktadır. 1995-2005 yıllarını kapsayan ikinci dönemde ise ticaret hadlerinden kaynaklanan oynaklık azalırken, finansal faktörlerin oynaklık üzerindeki etkileri artış göstermiştir (Şekil 5 üzerinde görüldüğü üzere). 1997-1998 Asya Krizi, Rusya Krizleri ve 2001 Arjantin Krizinin etkileri ile ortaya çıkan ulusal finans piyasalarının yeterince gelişmemesi bu durumun nedenidir (Perry, 2009:14). Süreç içerisinde gelişmekte olan ülkelerin, gelişmiş ülkelere kıyasla daha fazla yapısal sorunlara sahip olmaları (ulusal finansal piyasalarının gelişmemişliği gibi) daha fazla makroekonomik oynaklık sorunu ile karşı karşıya kalmalarına neden olmuştur. Özellikle son yaşanan krizler, finansal açıklık ve gelişmişlik gibi unsurların oynaklık sorununun en önemli belirleyenleri olduğunu kanıtlamıştır.

#### ŞEKİL 5

Makroekonomik oynaklık ekonomik gelişme üzerinde negatif bir etkiye sahipken, aynı zamanda bu durumun bir yansıması da olabilir. Başka bir ifadeyle hem sebep, hem de sonuç olabilir. Loayza vd. (2007:343, 347)’nin ifadesiyle, bu ülkelerin sahip oldukları geniş çaplı dışsal şoklar, istikrarsız makroekonomik politikalar ve zayıf kurumlar yüksek oynaklığın temel nedenleridir. Makroekonomik riskleri farklılaştırmaya yönelik finansal piyasaların geliştirilmesi ve toplam şoklara karşı koyabilmek için uygulanan istikrar politikaları ise iki önemli şok emici mekanizmadır. Gelişmekte olan ülkeler bu mekanizmalar bakımından zayıftır. Finansal piyasaları sığ ve dışsal şokların risklerini uzaklaştırma amacı taşıyan yeterli enstrümanları da mevcut değildir.

Bu ülkelerde uygulanan makroekonomik politikalar ise (para ve maliye politikaları) genellikle konjonktürle aynı yönlü bir işleyiş içerisinde oldukları için makroekonomik oynaklığın önemli kaynakları arasında

yer almaktadırlar. Dalgalı ya da en azından esnek döviz kuru rejimlerinin uygulanması sonucu, birçok gelişmekte olan ülke ekonomik istikrarsızlık sırasında konjonktür karşıtı para politikaları uygulayabilir hale gelmiştir. Para politikası sahasında kaydedilen gelişmeler ise, maliye politikası sahasında sağlanamamıştır. Çünkü gelişmekte olan ülkelerde otomatik stabilizatörler genellikle çok güçlü değildir. Böylelikle konjonktür ile aynı yönlü işleyişe sahip maliye politikaları, dışsal şokların etkilerini daha da büyütmektedir (Montiel ve Serven, 2005:127).

Açıklandığı üzere, ampirik çalışmalarda genellikle büyüme (growth), çıktı (output), tüketim (consumption) ve bazen de yatırım (investment) reel değişkenlerinde gözlenen sapmalar ile temsil edilen makroekonomik oynaklık her ülke için ciddi bir sorun teşkil etmektedir. Son yaşanan küresel kriz, ABD gibi Dünya'nın en gelişmiş ekonomisinin bile reel ve finansal değişkenlerinde çok büyük oynaklıklarla (kriz oynaklığı, anormal oynaklık) karşılaştığını ortaya koymuştur. Fakat genel olarak düşünüldüğü zaman, gelişmekte olan ülkelerin belirtilen yapısal sorunlarından ötürü, mevcut krizlerin istikrarsızlık yaratıcı etkilerini daha da derinden hissettikleri söylenebilir.

## **5- FİNANSAL AÇIKLIK VE MAKROEKONOMİK OYNAKLIK**

### **5-1 Finansal Açıklık ve Yükselen Makroekonomik Oynaklık**

Finansal açıklık, makroekonomik oynaklık üzerinde risk paylaşımı kanalı ile etkili olmaktadır. Bu etki gelişmekte olan ve gelişmiş ülkeler arasında farklılık göstermektedir. Gelişmekte olan ülkelerde finansal liberalleşme oynaklığı arttırmakta iken, gelişmiş ülkeler de ise tersine bir etkiye neden olabilmektedir. Nair (2006:1)'in ifadesiyle, sermaye hesabı liberalleşmesinin sağladığı teorik faydalardan biri, ülkeler arasındaki risk paylaşımını arttırarak çıktı-tüketim ve yatırım gibi makroekonomik değişkenlerdeki oynaklığı azaltmasıdır. Gelişmekte olan ülkelerde, gelir ve tüketim şeklindeki makroekonomik değişkenler oldukça yüksek oynaklıklara sahiptir. Bu nedenle risk paylaşımından çok fazla fayda elde edememektedirler. Finansal açıklıktan beklenen risk paylaşımı, bu ülkeler için söz konusu olamamakta ve değişkenlerin oynaklıkları sermaye hesabının liberalleşmesinden sonra, finansal açıklığın artmasına paralel artış göstermektedir. Finansal açıklık, gelişmiş ulusal finans sistemlerine ve yüksek düzeyde kurumsal kaliteye sahip ülkelerde ise makroekonomik oynaklığı ve olası kriz eğilimini tetiklememektedir (Johnson, 2007:3).

Yüksek çıktı oynaklığının bir başka nedeni ise, sermaye akımlarının konjonktürle aynı yönlü hareket etmesidir. Ülkenin resesyona karşı karşıya kalması durumunda, yabancı yatırımcılar ve bankacılar ülkeye dair ekonomik kırılganlığı sezmekte ve paralarını o ülkeden hızlı bir şekilde geri çekmektedirler. Bu durum mevcut resesyona daha da derinleştirmektedir. Stiglitz (2000:1080) için sermaye hesabının liberalleşmesi, ülkeleri dünyadaki ekonomik değişikliklere karşı kırılgan hale getirmektedir. Sermaye hesabı liberalleşmesinin içermiş olduğu tehlike ise, yüksek oynaklığa sahip kısa vadeli sermaye akımlarından kaynaklanmaktadır.

Şekil 6 üzerinde görüldüğü üzere, ülkenin taşıdığı finansal riskin yüksek ve kısa vadeli sermaye akımlarının konjonktürle aynı yönlü işleyişe sahip olması nedeniyle, finansal açıklık çıktı oynaklığını yükseltirken; koşulların tersine dönmesi halinde ise çıktı oynaklığını düşürmektedir.

### **ŞEKİL 6**

Kısacası, temel sorun spekülâtif yapıya sahip kısa vadeli sermaye akımları ile ilgilidir. Bu akımların son derece istikrarsız oldukları ve konjonktürle aynı yönlü hareket ettikleri bilinmektedir. Sermaye akımlarının bu özelliklerinden ötürü artan finansal açıklık, gelişmekte olan ülkeler için oldukça riskli bir hal sergilemektedir.

## ŞEKİL 7

Şekil 7, gelir düzeyi ile finansal akımların taşımış olduğu pozitif korelasyonu ortaya koymaktadır. Artan gelir düzeyi ile beraber sermaye girişleri artmakta iken, gelir düzeyinin düşmesi ile sermaye girişleri de azalmaktadır. Şekildeki dikkat çekici husus, net finansal akımların düşük ve orta gelir düzeyindeki ülke gruplarının her ikisi için de konjonktürle aynı yönlü hareketlilik izlemesidir. Buradan çıkarılan sonuç, ulusal ekonominin güçlü olduğu anlarda hızlanan sermaye girişlerinin, ekonominin çöküş eğilimi içine girmesi durumunda yerini sermaye çıkışlarına bıraktığıdır.

### 5-2 Finansal Açıklık ve Düşen Makroekonomik Oynaklık

Finansal açıklığın makroekonomik oynaklığı azaltıcı etkisi daha çok tüketim oynaklığındaki düşüşlerde kendini göstermektedir. Bunun temel nedeni, artan risk paylaşımı ile sağlanan “tüketim düzleştirmesi”dir. Johnson (2007:20-21) için finansal açıklığın sağlanması gereken faydalardan biri, artan risk paylaşımı olmalıdır. Bütünleşme, ülkedeki yerleşiklere getirileri dışarıdaki çıktı performansına dayalı finansal varlıkları elde etmelerine imkân sağlamaktadır. Böylece ulusal çıktıda görülen düzensizliklere rağmen, ülke içinde istikrarlı bir yapıya sahip tüketim akımları oluşmaktadır. Risk paylaşımından temin edilen esas fayda, ulusal tüketim ve ulusal çıktı arasındaki korelasyonlarda gözlemlenen düşüşlerdir.

Bu açıklamaya göre, ulusal tüketim yurt içi üretimden bağımsızlaşarak, dış dünyadaki üretime bağlı bir faktör haline gelmektedir. Uluslararası finansal piyasalardan borçlanarak ve bu piyasalara borç vererek tüketiciler, ulusal şoklara karşı korunabilmekte ve tüketimlerini daha istikrarlı hale getirebilmektedirler. Finansal açıklık, ulusal tüketimin ulusal üretimden ayrılmasına ve ülkeler arasında gözlemlenen tüketim iş çevrimlerinin birlikte hareket etmesine katkıda bulunmaktadır.

Kose vd. (2006:11) ve Mirdala (2006:444) tüketim düzleştirmesinin (**consumption smoothing**) iki ana ayağı kaynağı olduğundan söz etmektedirler. Bunlardan ilki, **uluslararası risk paylaşımı** iken; diğeri ise makroekonomik büyüklüklerin ülkeler arasında göstermiş oldukları **“birlikte hareket etme” (co-movement)** özelliğidir. Finansal açıklığın çıktı iş çevrimlerinin (output business cycle) ülkeler arasında izlemiş olduğu hareketlilikler üzerindeki etkisi net değildir. Çünkü bu durum genellikle uzmanlaşma modellerine ve şokların doğasına bağlıdır. Fakat finansal açıklık ülkeye özgü riskleri uzaklaştırarak, ülkeler arasındaki tüketim artışı iş çevrimlerinin (consumption growth business cycle) birlikte hareket etmelerine neden olmaktadır.

Kısacası, teoride finansal bütünleşmenin çıktı oynaklığı üzerindeki etkisi net değilken; tüketimin nispi oynaklığında (C/Y) belirgin bir şekilde azalmaya yol açtığı yönünde güçlü bir fikir birliği söz konusudur. Bunun nedeni ise, finansal açıklık neticesinde tüketim iş çevrimlerinin ülkeler arasında göstermiş oldukları birlikte hareketliliğidir.

## 6-YAZIN TARAMASI

### 6-1 Ekonometrik Yöntem İzleyen Ampirik Çalışmalar

Makroekonomik oynaklığın finansal açıklık dışında birçok nedeni söz konusudur. **Devletin büyüklüğü, demokrasinin varlığı, coğrafi durum, uygulanan para ve maliye politikaları, ülkenin kurumsal yapısının durumu ve finansal sisteminin gelişmişlik düzeyi, dışsal şoklar** olarak ifade edilen **ticaret hadlerindeki değişiklikler** ve **ticari açıklık düzeyi** yazarların üzerinde sıklıkla durduğu unsurlardır. “Finansal açıklık ve makroekonomik oynaklık” ile ilgili yapılan ampirik çalışmalarda, kurulan regresyonlara ek açıklayıcı değişkenler olarak bu unsurlar da eklenmektedir.

Finansal açıklık ile ilgili ampirik çalışmaların çoğunluğu, sermaye hesabı açıklığının ekonomik büyüme üzerindeki etkisine odaklanmışken, yakın dönemde ilgi makroekonomik oynaklık üzerindeki etkisine çevrilmiştir. Sermaye hesabı liberalleşmesi reformlarını takiben 1980’li ve 1990’lı yıllarda ortaya çıkan finansal krizlerin ardından yazarlar, finansal açıklık ve oynaklık ilişkisini ampirik açıdan sorgulamaya başlamışlardır. Mevcut çalışmalar, ülkelerin taşımış oldukları çeşitli özelliklere bağlı olarak (politik risk, finansal piyasaların gelişimi, ticari açıklık düzeyi gibi) mevcut ilişkinin değiştiğini ortaya koymaktadır.

Teori, şokların çoğunluğunun ülkeye özgü ve geçici olması halinde, sermaye piyasası bütünleşmesinin tüketim oynaklığını düşürdüğünü; yatırım oynaklığını ise arttırdığını ileri sürmektedir. Razin ve Rose (1992) tarafından yapılan çalışmada, 130 ülke için 1950-1988 dönemini içeren panel veri seti oluşturularak finansal açıklık ve makroekonomik oynaklık arasındaki ilişki test edilmiştir. Elde edilen ampirik sonuçlar finansal ve ticari açıklığın tüketim, yatırım ve çıktı oynaklıkları üzerinde güçlü etkilere sahip olmadıklarını ortaya koymuştur. Bu ise iş çevrimi şoklarının birçok ülke için hem sürekli, hem de genel bir durum olduğu sonucunu göstermiştir.

Easterly vd. (2000) tarafından yapılan çalışma, iki dönem boyunca (1960-1978 ve 1979-1997) oldukça geniş bir ülke grubu seçerek (OECD D ve OECD dışındaki) çıktı artış oynaklığının (output growth volatiliyi) kaynaklarını araştırmıştır. Çalışmada panel EKK (en küçük kareler) ve IV (araç değişken) metodları kullanılmıştır. Ülkelere genellikle emek piyasası kurumlarını esnekleştirerek, emek talebinin emek arzına hızlı bir şekilde uyarlanmasını mümkün kılmak için reel ücretin daha hızlı düşmesine imkân sağlamaları telkin edilmektedir. Fakat çalışmada reel ücret esnekliğinin oynaklık üzerinde negatif ya da pozitif hiçbir etkiye neden olmadığı sonucuna varılmıştır. Ayrıca genel olarak ülkelere, sermaye hesaplarını açarak ekonomilerine istikrar kazandıran risk farklılaşmalarına gitmeleri de telkin edilmektedir. Fakat çalışmadan elde edilen bulgular sermaye akımlarının oynaklık üzerinde ne istikrar kazandırıcı, ne de bozucu etkilere yol açmadığı tespit edilmiştir. Ticari açıklığın ise, ekonomik büyümeyi arttırdığı ve yüksek ekonomik büyümenin ise oynaklığı azalttığı ve ülkeleri daha az ekonomik çöküşe maruz bıraktığı söylenmektedir. Fakat çalışmanın bulguları, açıklığın kişi başı GSYİH artışının oynaklığına katkıda bulunduğunu gözler önüne sermiştir. Ayrıca sonuçlar, finansal derinliğin belli bir noktaya kadar oynaklığı azalttığı, bu noktadan sonra artan özel kredi hacminin ise oynaklığı arttırdığı şeklindedir.

Bekaert vd. (2002) tarafından yapılan bir diğer çalışma, zaman aralığı olarak 1980-2000 yılları arasını seçmiştir. Örneklemdeki ülkeler üç gruba ayrılmıştır: İlk grup, farklı ekonomik kalkınma derecelerindeki 95 adet endüstriyelmiş ve yükselen ekonomiden; ikinci grup, aktif sermaye piyasalarına sahip 50 adet endüstriyelmiş ve yükselen ekonomiden, üçüncü grup ise 30 adet yükselen piyasa ekonomisinden oluşmaktadır. Çalışmada Monte Carlo yönteminden hareketle hisse senedi piyasası liberalleşmesinin, GSYİH ve tüketim artış oynaklıkları üzerindeki etkileri incelenmiştir. 1997-2000 dönemi bir tarafa konulduğunda (bu

dönem Güney-Doğu Asya krizlerinin sonuçlarının yoğun bir şekilde görüldüğü dönemdir), liberalleşme sonrasında hem GSYİH, hem de tüketim artış oynaklıklarında istatistikî açıdan anlamlı düşüşlerin olduğu saptanmıştır. 1997-2000 yılları arasındaki dönem hesaba katıldığı zaman ise, tüketim artış oynaklığındaki düşüşlerin zayıfladığı saptanmıştır. Bu durum teorik açıdan ifade edilen hisse senedi piyasası liberalleşmesinin uluslararası risk paylaşımına yol açarak tüketim artış oynaklığını düşürdüğü görüşünü destekler yönde kanıtlar sunmaktadır.

Kose vd. (2003) tarafından yapılan çalışma, 1960-1999 yıllarını kapsayacak şekilde gelişmekte olan ve endüstriyelmiş ülkeleri kapsayan geniş bir örneklem grubu seçmiştir. Bu ülkeler “endüstriyelmiş ülkeler”, “orta düzey finansal bütünleşme”ye sahip ülkeler ve “en az finansal bütünleşme”ye sahip ülkeler şeklinde üç gruba ayrılmıştır. Çalışmada panel en küçük kareler metodu kullanılmıştır. Elde edilen sonuçlar, 1990’lar sırasında çıktı büyümesinde gözlenen oynaklığın gelişmekte olan ülkeler için endüstriyelmiş ülkelere oranla daha az düştüğünü ortaya koymuştur. Gelişmekte olan ülkeler için, hem tüketim oynaklığında artışlar tespit edilmiş; hem de tüketim oynaklığının gelir oynaklığından daha fazla arttığı saptanmıştır. Sonuçlar finansal bütünleşmenin, ülkelere gelir riski paylaşımına imkân tanınması ve tüketim düzleştirmesine katkıda bulunması biçiminde belirtilen teorik faydalarıyla çelişmektedir. Yazarlar ayrıca, tüketim oynaklığında gözlenen artışların sadece finansal açıklığın belli bir eşik değer düzeyine erişinceye kadar açıklığın derecesi ile birlikte arttığını ortaya koymuştur. Ülkeler bu eşik değer düzeyinin üstüne çıktıkları andan itibaren, risk paylaşımından daha fazla yararlanmakta ve tüketim düzleştirmesi ile tüketim artış oynaklığında düşüşler tecrübe etmektedirler.

Hirata vd. (2004) tarafından ortaya konulan çalışma ise, finansal açıklığın Orta Doğu ve Kuzey Afrika (MENA) ve Asya’nın yükselen ekonomilerinin ekonomik büyümelerinin ve iş çevrimlerinin dinamikleri üzerindeki etkilerini incelemiştir. Çalışmanın zaman aralığı 1960-1985 ve 1986-2000 şeklinde iki alt döneme ayrılmıştır. İlk dönem sabit kur dönemi, ikinci dönem ise liberalleşme dönemidir. Endüstriyel yapı, ihracat ve ithalatın yapısal karakteristikleri, finansal liberalleşme ve makroekonomik büyüklüklerle ilgili birçok gösterge ele alınmıştır. Çalışma, MENA olarak adlandırılan ülke grubunun Asya ülkelerine oranla daha fazla oynaklık tecrübe ettiğini ortaya koymuştur. Liberalleşme döneminde MENA ülkelerinin çıktı oynaklığı %30, Asya ülkelerinin ise %50 kadar bir düşüş göstermiştir. MENA’daki yüksek oynaklığı açıklayan bir dizi neden ileri sürülmüştür. Örneğin, bölgenin küresel ekonomi ile zayıf bütünleşmesi uluslararası risk paylaşımı olanaklarını sınırlandırmış ve oynaklık sorununu arttırmıştır.

Neaime (2005) tarafından yapılan çalışma, panel veri regresyon analizi kullanarak bölgesel ve uluslararası finansal bütünleşmenin 1980-2002 dönemi boyunca, Orta Doğu ve Kuzey Afrika (MENA) Bölgesi’nin gelişmekte olan ekonomilerinin (Ürdün, Türkiye, Mısır, Fas, Suudi Arabistan, Kuveyt, Bahreyn ve Birleşik Arap Emirlikleri) makroekonomik oynaklıkları üzerindeki etkisini araştırmıştır. Sonuçlar, finansal bütünleşmenin uluslararası risk paylaşımını geliştireceği fikrinin tersine finansal açıklığın tüketim oynaklığını arttırdığı sonucuna ulaşmıştır. İstikrardan yoksun makroekonomik çevre ile sağlam olmayan mali ve parasal politikalar ulaşılan bu sonucun açıklayıcısı olarak ileri sürülmüştür. Ayrıca ulaşılan ampirik sonuçlar, ekonomik teori ile uyumlu olarak ulusal piyasaların daha geniş ve daha düzenlenmiş olmaları durumunda ülkelerin yabancı finansal şoklara karşı daha az hassas hale geleceklerini de ortaya koymuştur. Yapısal reformlar bakımından ulusal finansal sektör sağlamlılığının, düşük makroekonomik oynaklık ile ilişkili olduğu tespit edilmiştir. Bölgesel finansal bütünleşmenin (Arap serbest ticaret bölgesinin kurulması) MENA bölgesi için dışsal şoklara karşı hassasiyeti azaltabileceği ve istikrarsızlığı önleyebileceği saptanmıştır.



Bir başka çalışmada, zaman serisi analizi kullanılarak uluslararası finansal piyasalarla bütünleşmenin, G7'ler olarak adlandırılan gelişmiş ülkelerin tüketim oynaklıkları üzerindeki etkisi araştırılmıştır. Çalışmanın zaman aralığı 1960-2000 yıllarıdır. Teorik açıdan beklenen tüketicilerin tüketimlerini düzleştirerek ve kendilerini ulusal gelir şoklarına karşı koruyarak finansal bütünleşmeden fayda sağlayacaklardır. Bu nedenle çalışma, daha açık finansal piyasaların daha düşük tüketim oynaklığı ile ilişkili olup olmadığını test etmektedir. Elde edilen bulgular, daha fazla finansal açıklığın daha az tüketim oynaklığı ile ilişkili olduğu şeklindedir. Bu etki daha ziyade ülkeler arasında cereyan eden sermaye hareketlerinin liberalleşmesinden ziyade sermaye piyasalarının liberalleşmesi ile gerçekleşmektedir. Sermaye hesabı liberalleşmesinin sadece Fransa hariç tüm ülkelerde, daha düşük tüketim oynaklığı ile ilişkili olduğu bulunmuştur. Fakat tüketimin nispi oynaklığının (çıktıya oranla oynaklığının: C/Y) ise düşmediği saptanmıştır (Buch ve Yener, 2005).

Nair (2006) tarafından yapılan bir diğer çalışmada ise, eşbütünleşme metodundan hareketle Hindistan için zaman serisi analizi uygulanmıştır. Çalışmanın zaman aralığı 1973-2005 olarak belirlenmiştir. Sermaye hesabı liberalleşmesinin çıktı, tüketim ve yatırım oynaklıkları üzerindeki etkileri incelenmiştir. Teorik açıdan beklenen, sermaye hesabı işlemlerindeki kısıtların azaltılması sonucu, firma ve tüketicilerin ülkeye özgü riskleri zaman boyunca farklılaştırarak tüketim oynaklığını azalttıklarıdır. Çünkü bu durumda aktörler, risk paylaşım amaçları için uluslararası finansal piyasaları kullanabilmektedirler. Sonuçlar, sermaye hesabı liberalleşmesinin tüketim oynaklığını azaltırken, çıktı ve yatırım oynaklıkları üzerinde önemli etkilere sahip olmadıkları şeklindedir. Para ve maliye politikaları oynaklıklarının çıktı oynaklığının en önemli ve istatistikî açıdan anlamlı belirleyenleri olduğu tespit edilmiştir. Hindistan için ulusal finans sektörünün gelişiminin ve para politikası oynaklığının, yatırım oynaklığı üzerinde sermaye hesabı liberalleşmesinden daha etkili olduğu tespit edilmiştir.

Bekaert vd. (2006) tarafından yapılan çalışma, hem hisse senedi piyasası liberalleşmesinin, hem de sermaye hesabı açıklığının reel tüketim oynaklığı üzerindeki etkisini panel veri modeli ve Monte Carlo analizi ile incelemiştir. Çalışmanın zaman aralığı 1980-2000 olup iki farklı ülke grubu söz konusudur. İlk grup, tüm makroekonomik değişkenlerinin var olduğu 95 ülkeden, ikinci grup ise 40 yükselen piyasa ekonomisinden ibarettir. Finansal liberalleşmenin, tüketim artış oynaklığını azalttığı sonucuna ulaşılmıştır. Liberalleşmekte olan piyasa ekonomileri açısından sonuçlar daha zayıf olmakla beraber, bu ülkelerin oynaklıklarında açıklık sonrası önemli bir yükselme olmadığı saptanmıştır. Ayrıca ülkenin ekonomik açıdan kırılgan, düşük kaliteli kurumlara ve oldukça az gelişmiş bir finansal sektöre sahip olması halinde teorik açıdan beklendiği üzere hisse senedi piyasası liberalleşmesinin oynaklığı arttırdığı saptanmıştır.

Rose ve Spiegel (2007) tarafından yapılan çalışma, finansal açıklığın göstergesi olarak "finansal uzaklık" (financial remoteness) göstergesini kullanmıştır. Finansal merkezlere yakın ülkelerin finansal açıdan daha fazla bütünleşmiş oldukları kabul edilmiştir. Çalışmanın zaman aralığı 1950-2004 olup en küçük kareler ile tahmine dayalı kesit veri analizi kullanılmıştır. Örneklemdeki ülkeler üç gruba ayrılmıştır: Kanada, Karayipler, Avrupa ve birkaç Doğu Asya ülkesi yakın grubu; Güney Amerika'nın büyük bir kısmı, Güney Afrika, Güney Asya ve Kutuplar uzak grubu ve diğerleri de orta grubu oluşturmuştur. Büyük merkezlere uzak ülkelerin; finansal derinliğin, politik kurumların ve diğer unsurların hesaba katılması halinde dahi hem çıktı, hem de tüketim açısından daha fazla oynaklığa sahip oldukları bulunmuştur. Büyük uluslararası finansal merkezlere (Newyork, Londra ve Tokyo'ya) yakınlığın iş çevrimi oynaklığını azalttığı tespit edilmiştir. Finansal uzaklıktaki bir standart sapmalı artışın, çıktı oynaklığında %15.4'lük bir artışa yol açtığı saptanmıştır. Finansal uzaklık ve oynaklık arasındaki ilişkinin pozitif ve genellikle istatistikî açıdan anlamlı olduğu tespit edilmiştir.

Eozeneou (2008) tarafından yapılan çalışmada, 1960-2000 yıllarını kapsayacak şekilde 90 ülkeden oluşan bir grup ülke için dinamik panel veri analizi uygulanarak finansal açıklık ve makroekonomik oynaklık ilişkisi incelenmiştir. Çıktı oynaklıklarındaki düşüşlerin finansal değişkenlerden ziyade, ticari değişkenler ile daha iyi açıklandığı tespit edilmiştir. Finansal açıklığın tüketim artış oynaklığı üzerindeki etkisinin değerlendirilmesi sırasında, ulusal finansal koşulların önemli olduğu saptanmıştır. Düşük finansal gelişme düzeyine sahip ülkelerde teorik açıdan beklendiği üzere finansal açıklık derecesi ile birlikte tüketim artış oynaklığının yükseldiği, yüksek finansal gelişme düzeyine sahip ülkelerde ise azaldığı saptanmıştır. Finansal açıklığın tüketim düzleşmesine katkıda bulunması için ulusal finansal sistem gelişiminin üzerinde olması gereken eşik değerin GSYİH'nın %60-70'ini oluşturduğu saptanmıştır. Örneklemden sadece %17'sinin finansal açıklığın tüketim düzleşmesini faydalarından yararlandığı ve bunların çoğunluğunun da endüstriyelmiş ülkeler olduğu bulunmuştur.

Calderon ve Hebbel (2008) 82 ülkeden oluşan bir örneklem grubu ele alarak 1975-2005 yılları arasında kapsayan bir dönem için panel veri modeli uygulamıştır. Ekonomik büyüme ve büyümenin oynaklığının, finansal ve ticari açıklığa vermiş olduğu tepkinin ülkenin bir takım karakteristiklerine bağlı olduğu tespit edilmiştir. Finansal açıklığın, düşük borç-öz kaynak oranına sahip ülkelerde büyüme oynaklığını azalttığı tespit edilmiştir. Finansal derinliğin ise, finansal açıklığın büyüme oynaklığı üzerindeki istikrarsızlık yaratıcı etkisini bastıran bir kanal olduğu sonucuna varılmıştır.

Meller (2009)'in çalışmasında, panel eşik değer modeli kullanılmıştır. 26 Gelişmiş ve 36 gelişmekte olan ülke için yıllık veri seti kullanılarak 1980-2007 dönemi için analiz yapılmıştır. Finansal açıklık ve çıktı oynaklığı arasındaki ilişkinin, ülkenin finansal riskine dayalı olduğu tespit edilmiştir. Finansal risk, bir ülkenin resmi ve ticari borçlarını ödeyebilme yeteneği şeklinde tanımlanmıştır. Düşük finansal riske sahip ülkelerde, finansal açıklığın çıktı oynaklığını düşürdüğü, yüksek finansal riske sahip ülkelerde ise, arttırdığı saptanmıştır. Kısacası, finansal açıklığın çıktı oynaklığı üzerindeki etkisinin teorik açıdan beklendiği üzere sağlam ya da istikrarlı bir finansal alt yapıya dayalı olduğu gözlenmiştir.

Ahmed ve Suardi (2009) tarafından yapılan çalışma, Afrika'da hem finansal, hem de ticari liberalleşmenin reel çıktı ve tüketim artış oynaklıkları üzerindeki etkilerini 25 Sahra-Altı Afrika ülkesi için incelemiştir. GMM (Genelleştirilmiş momentler metodu) kullanılarak 1971-2005 dönemi için tahminler yapılmıştır. Ticari liberalleşmenin daha yüksek çıktı ve tüketim artış oynaklıkları ile ilişkili olduğu, finansal liberalleşmenin ise tüketim düzleşmesine yol açtığı, gelir ve tüketim artışına ise istikrar kazandırdığı saptanmıştır. Ayrıca, çıktı ve tüketim artış oynaklıklarının teoremin ileri sürdüğü üzere, gelişmiş finansal bir alt yapının göstergesi olarak kullanılan finansal piyasa derinliği ile negatif ilişki içerisinde olduğu sonucuna varılmıştır.

## **6-2 Finansal Açıklık ve İş Çevrimi Geleneği (Genel Denge Modelleri) İle İlgili Ampirik Çalışmalar**

İş çevrimi geleneğine dayalı çalışmalar, genel denge modelleri ile "finansal açıklık ve makroekonomik oynaklık" ilişkisini matematiksel olarak modellemektedirler. Açıklanacak olan çalışmalar yazında göze çarpan temel çalışmalardır.

Aghion vd. (1998) tarafından yapılan çalışmada, ticari olmayan girdi kullanarak ticari bir mal üreten küçük ve dışa açık ekonomi modeli ele alınmıştır. Bu modelde firmalar, cari dönem nakit akımlarına dayalı olarak

borçlanmaya ve yatırıma ulaşmaktadır. Çalışmada, makroekonomik oynaklığın sadece finansal gelişmenin ara döneminde meydana geldiği, tam finansal liberalleşmenin ise yükselen piyasa ekonomilerinde istikrarsızlık yarattığı, fakat aynı ekonominin sadece doğrudan yabancı yatırıma yönelmesi halinde ise çıktı oynaklığından kaçınılabileceği kanıtlanmıştır. Bu durumun temel nedeni ise teorik açıdan ileri sürüldüğü üzere doğrudan yabancı yatırımların kısa vadeli sermaye hareketlerinin aksine oldukça istikrarlı ve düşük oynaklığa sahip olmalarıdır.

Sutherland (1996), Senay (1998) ve Buch vd. (2005) tarafından yapılan çalışmalar, parasal ve mali politika şoklarının makroekonomik oynaklık üzerindeki etkilerini incelemiştir. Makroekonomik şokların ve finansal açıklığın, çıktı ve tüketim oynaklıkları üzerinde etkili oldukları sonucuna erişmişlerdir. Para politikası şokları durumunda çıktı oynaklığının arttığını, tüketim oynaklığının ise teorik açıdan ifade edilen tüketim düzleştirme kanalı ile finansal açıklık derecesinin artması sonucu düştüğünü saptamışlardır. Mali politika şoklarının varlığı durumunda ise çıktı oynaklığının düştüğünü, tüketim oynaklığının da finansal açıklığın artan derecesiyle birlikte yükseldiğini tespit etmişlerdir.

Sutherland (1996) tarafından ortaya konulan çalışmada “dinamik yapışkan ücret genel denge modeli” kullanılmıştır. Finansal piyasa bütünleşme süreci, intertemporal (zamanlar arası) genel denge çerçevesinde, farklı ülkelerdeki finansal piyasalar arasında mevcut olan ticari friksiyonların (sürtünmelerin- pürüzlerin) ortadan kaldırılması ile modellenmiştir. Mal piyasalarının eksik rekabete sahip olduğu varsayılmıştır. Simülasyon deneyleri artan finansal bütünleşmenin, şokların para piyasasından kaynaklanması durumunda bir grup değişkenin oynaklıklarını yükselttiğini, fakat şokların reel talep ve arz şoklarından kaynaklanması durumunda ise düşürdüğünü ortaya koymuştur.

Senay (1998)’in çalışması, artan mal ve finansal piyasa bütünleşmelerinin makroekonomik oynaklığı arttırıp-arttırmadığını araştırmıştır. Dinamik genel denge modeli çerçevesinde farklı dereceye sahip mal ve finansal piyasa bütünleşmeleri durumunda parasal, mali ve emek arzı şoklarının etkileri incelenmiştir. Simülasyonlar, farklı şokların ekonomik oynaklık üzerindeki etkilerinin eksik (aksak) bütünleşmiş mal ve/ya da finansal piyasaların varlığına dayalı olduğunu ortaya koymuştur.

Buch vd. (2005) tarafından yapılan çalışma ise, uluslararası finansal piyasa bütünleşmesinin iş çevrimi oynaklığı üzerinde etkili olup-olmadığını araştırmıştır. “Yeni açık ekonomi makro modeli” çerçevesinde, finansal açıklık ve iş çevrimi oynaklığı arasındaki ilişkinin şokların doğasına dayalı olduğu bulunmuştur. Sonuçlar, finansal açıklık ve iş çevrimi oynaklığı arasındaki ilişkinin zaman boyunca istikrarlı olmadığını ortaya koymuştur. Modelin stokastik simülasyonları çıktı oynaklığının para politikası şoklarını takiben, daha açık finansal sisteme sahip ekonomilerde daha yüksek olduğunu belirlemiştir. Emek arzı şoklarının yol açtığı çıktı oynaklığında ise, finansal açıklığın sadece küçük ya da ılımlı değişikliklere neden olduğu ve mali şoklardan kaynaklanan çıktı oynaklığının da finansal açıklığın ters bir fonksiyonu olduğu belirlenmiştir. Teorik modelden elde edilen bulgular, ayrıca OECD ülkelerini içeren panel veri seti oluşturularak son 40 yıllık bir süreç için analiz edilmiştir. Burada tüm örneklem dönemi boyunca finansal açıklık ve iş çevrimi oynaklığı arasında tutarlı/süreklilik arz eden bir ilişki bulunamamıştır. 40 Yıllık dönemin onar yıllık periyotlara ayrılması durumunda, zaman boyunca iş çevrimi düzensizliklerine neden olan unsurların değiştiği saptanmıştır. Finansal açıklığın 1990’lı yıllarda iş çevrimi düzensizliklerini azalttığı saptanmıştır. Fakat bu etki daha önceki onar yıllık süreçler için geçerli değildir.

Bir başka çalışmada stokastik genel denge modeli kullanılmıştır. Model, küçük açık ekonomi varsayımına dayalı olup Malezya ekonomisi üzerine kalibre edilmiştir. Uluslararası finansal ilişkiler, egzojen

şoklardan kaynaklanan oynaklığın artmasını tetikleyen borçlanma kısıtının varlığı tarafından karakterize olunmuştur. Bulgular, uluslararası finansal piyasa friksiyonları ve pozitif ekonomik şokun varlığı durumunda uluslararası likiditeye daha fazla erişimin, yüksek oranlı ve kısa vadeli makroekonomik istikrarsızlığa yol açtığını ortaya koymuştur (Pisani, 2005).

Evans ve Hnatkovska (2006)'nın çalışması, finansal bütünleşmenin makroekonomik oynaklık ve refah üzerindeki etkisini incelemiştir. İki sektörlü (ticari ve ticari olmayan), iki ülkeli, stokların ve menkul değerlerin uluslararası ticaretinin ve piyasa aksaklıklarının olduğu bir dünya ekonomisi ele alınmıştır. Bütünleşmenin etkileri, üç finansal durum altında incelenmiştir: Otarşi (dışa kapalı ekonomi durumu), düşük finansal bütünleşme ve yüksek finansal bütünleşme şeklinde. Model, finansal bütünleşme derecesi ve birçok makroekonomik değişkenin oynaklığı arasında tekdüze olmayan bir ilişki tespit etmiştir. Artan bütünleşmenin, önce tüketim ve büyüme oynaklıklarını arttırdığı; fakat daha sonra bütünleşmenin ilerlemesiyle de düşürdüğü saptanmıştır.

Bir başka çalışmada reel dinamik genel denge modeli kullanılarak, küçük ve açık bir ekonomide finansal açıklığın makroekonomik oynaklık üzerindeki etkileri üç tür egzogen şok durumunda tahmin edilmiştir. Bunlar verimlilik şokları, yabancı faiz oranı şokları ve ticaret hadleri şoklarıdır. Makroekonomik değişkenlerin oynaklığı, ulusal finansal piyasa friksiyonlarının yokluğu durumunda, finansal açıklık derecesi bakımından tek düze bir ilişki sergilememiştir. İlişki U ya da  $\cap$  şeklindedir Ulusal finansal piyasa friksiyonları modele dâhil edildiğinde ise oynaklığın arttığı saptanmıştır (Hagen ve Zhang, 2006).

Perri ve Quadri (2007) tarafından yapılan çalışma, OECD ülkelerini örneklem grubu olarak seçmiştir. Çalışmada, sermaye hesabı liberalleşmesinin bu ülkelerin makroekonomik oynaklıklarını azaltıp-azaltmadığı sorgulanmış ve finansal liberalleşmenin makroekonomik istikrarın artmasına katkıda bulunduğu kanallar sorgulanmıştır. Ayrıca finansal piyasa friksiyonlarına sahip, çok ülkeli bir iş çevrimi modeline dayalı teorik çalışmanın yanı sıra sabit etki modelini kullanan panel veri analizi (1970-2004 yılları için) uygulanmıştır. Sonuç olarak, sermaye hesabı liberalleşmesinin GSYİH artış oynaklığını düşürdüğü ve düşüşteki büyüklüğün ise iş çevrimlerinin temelini oluşturan iki şok türüne dayalı olduğu belirlenmiştir. Eğer iş çevrimleri daha çok faktör verimliliği şoklarından kaynaklanıyor ise, finansal liberalleşme oynaklıkta daha az bir düşmeye neden olmaktadır. İş çevrimlerinin varlık fiyatı şoklarından kaynaklanması halinde ise, finansal liberalleşme makroekonomik oynaklıkta daha fazla düşmeye yol açmaktadır.

Rincon (2007) tarafından yapılan çalışma ise, finansal açıklığın ekonomik büyüme ve makroekonomik oynaklık üzerindeki etkisini 1984-2003 yılları kapsamında, 43 ülke için panel veri analizi ile incelemiştir. Özellikle Latin Amerika Rezerv Fonu'na (FLAR) üye olan ülkelere (Bolivya, Kolombiya, Kosta-Rika, Ekvator, Peru ve Venezuela'ya) önem verilmiştir. Bulgular, ülkelerin gelir seviyelerinin kontrol edildiği zaman finansal açıklığın, ekonomik büyümeyi tetiklediğini, makroekonomik oynaklığı ise azaltmadığı gibi arttırmadığını da ortaya koymuştur. FLAR üyesi olmanın büyüme ve makroekonomik oynaklık bakımından farklılık oluşturmadığı saptanmıştır. Tüketim oynaklığına yönelik güçlü ve negatif etkinin varlığı, bu ülkelerin ters dışsal şoklarla karşılaşmaları durumunda tüketimlerini düzleştirebilmelerine imkân sağlayan bir kurumun (FLAR'ın) bulunması ile açıklanmıştır.

Leblebicioğlu (2009) tarafından yapılan çalışma, ulusal kredi piyasası friksiyonlarının finansal otarşi ve uluslararası finansal bütünleşme durumları altında tüketim düzleştirmesini nasıl etkilediğini sorgulamıştır. İki ülkeli ve küçük ülkedeki ticari olmayan sektörün borçlanma kısıtları ile karşı karşıya olduğu uluslararası reel iş

çevrimi modeli ele alınmıştır. Sonuçlar, tüketim oynaklığının finansal otarşı durumunda daha düşük olduğunu, finansal piyasa friksiyonlarının ise, ticari olmayan sektörü daha istikrarsız hale getirdiğini ortaya koymuştur. Finansal bütünleşme halinde ise, hane halklarının ticari olmayan sektördeki düzensizliklere karşı, uluslararası varlıklar sayesinde güvence ya da bir nevi sigorta elde ettikleri görülmüştür.

Özbilgin (2009) tarafından yapılan çalışma, standart küçük açık ekonomi iş çevrimi modeline dayalı olarak finansal piyasalara sınırlı katılımın sonuçlarını incelemiştir. Sınırlı katılım modelleri, tüketimin yüksek oynaklığını ve ticaret dengesi ile çıktı arasındaki negatif ilişki şeklinde gelişmekte olan ülkelerin iş çevrimlerinin önemli özelliklerini açıklamaktadır. Bu modeller, daha sonra finansal gelişme ve bütünleşmenin makroekonomik oynaklık üzerindeki etkilerini açıklamak için de kullanılmıştır. Buradaki modelin standart kalibrasyonu neticesinde, finansal gelişme ve bütünleşmenin daha yüksek tüketim ve çıktı oynaklıkları ile ilişkili olduğu saptanmıştır.

Alper (2000) tarafından yapılan çalışma ise, iki küçük, açık ve gelişmekte olan ülkeyi (Türkiye ve Meksika'yı) ele almaktadır. 1987-2000 yılları arasındaki bir dönem için bu ülkelerdeki iş çevrimlerinin kaynaklarını incelemektedir. Çalışmanın sonuçları, Meksika ve Türkiye'de tüketim harcamalarının reel çıktıdan daha fazla oynaklığa sahip olduğunu, tüketimin reel GSYİH ile yüksek bir eşzamanlı ilişkiye sahip olduğunu (yani gelire yönelik çevrimsel bir şokun tüketimi etkilediğini), yatırımın GSYİH'nin en fazla oynaklığa sahip unsuru olduğunu ve son olarak da sermaye akımlarının güçlü bir şekilde konjonktürle aynı yönlü hareket ettiğini ve oynaklığı tetiklediğini saptamıştır.

## 7-SONUÇ

Ülkeler arasında artan sermaye hareketliliği ile sağlanan finansal liberalleşme/açıklık süreci, ekonomiler üzerinde birçok önemli etkiye sahiptir. Finansal liberalleşmenin ekonomik büyüme üzerindeki etkisi uzunca bir süredir iktisatçılar arasında hem ampirik, hem de teorik sahada tartışılmış ve çeşitli araştırmalara da konu edilmiştir. Fakat "finansal açıklık ve makroekonomik oynaklık" ilişkisi ise daha yakın ve oldukça yeni bir sürecin ürünüdür. Özellikle 1990'lı yıllarla birlikte Dünya'nın çeşitli yerlerinde sıklıkla görülmeye başlanan finansal krizler, finansal liberalleşmenin fayda ve maliyetlerinin de sorgulanmasına sebep olmuştur. Teorik olarak çoğunlukla liberalleşme sürecinin ekonomik büyümeyi arttırdığı ifade edilirken kriz dönemlerinde ise ekonominin refah kaybını temsil eden makroekonomik oynaklığı tetiklediği ileri sürülmektedir. Bu nedenle bu ilişki çeşitli çalışmalar ile ampirik olarak sınanmaktadır.

Çalışmada bu konuda yapılan araştırmalarla ilgili kapsamlı bir yazın taraması yapılmakta ve konu teorik boyutta ele alınmaktadır. Yurt dışında bu konu ile ilgili birçok ampirik çalışmanın varlığına karşılık, ülkemizde konuyla ilgili çalışmalar bakımından eksikliğin olduğu görülmektedir. İncelenen çalışmalarda dikkat çekici unsur, ampirik bulguların "finansal açıklık ve makroekonomik oynaklık" ilişkisi hakkında net bir fikir ortaya koyamamalarıdır. Kimi çalışmalar ilişkinin pozitif yönde olduğunu, kimisi ise negatif yönde olduğunu ve bazıları da ilişkinin olmadığı sonucuna ulaşmaktadır. Bu durumun temel nedeni, çalışmaların ülke örneklemelerinin, kullandıkları yöntemlerin ve modellerine dahil ettikleri değişkenlerin ve dönem aralıklarının farklı olmasıdır. Ayrıca ülkelerin ekonomik yapılarının farklı özellikler taşıması da tümünün finansal liberalleşmeden aynı ölçüde etkilenmelerini önlemektedir.

Çalışmalardan bir kısmı, makroekonomik oynaklığı “**çıkıtı oynaklığı**” ve “**tüketim oynaklığı**” şeklinde iki kısma ayırarak; finansal liberalleşmenin bu iki değişkenin oynaklıkları üzerinde farklı etkilerde bulduklarını ileri sürmüş ve analizlerini bu iki unsur üzerinde ayrı ayrı uygulamışlardır. Genellikle tüketim oynaklığı bakımından sergilenen negatif etkinin “tüketim düzleştirmesi” kanalı ile sağlandığını ileri sürmüşlerdir. Fakat çıkıtı oynaklığı açısından ampirik çalışmalar, kullanılan tekniğe (çoğu çalışmalar birçok ülkeyi ele alan panel veri analizi tekniğini uygulamıştır), seçilen zamana, ele alınan ülkelerin ekonomik yapılarının içermiş oldukları birçok faktöre göre (örneğin, finansal sistemlerinin gelişmişlik düzeyleri bakımından) mevcut ilişkinin değişebileceğini tespit etmiştir. Başka bir ifadeyle sağlam makroekonomik politikalara, gelişmiş finansal ve kurumsal alt yapıları sahip ülkeler için finansal açıklık, makroekonomik istikrarsızlıkları azaltıcı sonuçlar doğurabilir. Fakat bu mekanizmalardan yoksun ülkeler için ise oldukça ciddi bir istikrarsızlık kaynağı da oluşturabilir.

**KAYNAKÇA**

AGÉNOR, P. R. (2001) "Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts", **World Bank Policy Research Working Paper No. 2699**, pp.1-41.

AGHION, P., BACCHETTA, P. ve BANERJEE, A. (1998) "Financial Liberalization and Volatility in Emerging Market Economies", **Working Papers No.02, Swiss National Bank, Study Center Gerzensee**, pp.1-29.

AHMED, A. D. ve SUARDI, S. (2009) "Do Financial and Trade Liberalization Cause Macroeconomic Volatility in Sub-Saharan Africa?", Working Paper No.44, **Centre for Strategic Economic Studies**, pp.1-35.

ALPER, E. (2000) "Stylized Facts of Business Cycles, Excess Volatility and Capital Flows: Evidence from Mexico and Turkey", <http://www.econturk.org/Turkishconomy/alper2.pdf>.

APOTEKER, T. ve CROZET, E. (2003) "A Survey on Key Issues Behind International Trade and Financial Integration and Liberalization", Proposition for a Presentation at The 7th ISINI International Congress, <http://www.tac-financial.com/publ/Davos-vs-Porto-Alegre.pdf>.

BEKAERT, G., HARVEY, R. C. ve LUNDBLAD, C. (2002) "Growth Volatility and Equity Market Liberalization", **Working Paper (Duke University)**, pp. 1-31.

BEKAERT, G., HARVEY, R. C. ve LUNDBLAD, C. (2006) "Growth Volatility and Financial Liberalization", **Journal of International Money and Finance**, No: 25, pp.370-403.

BUCH, C. ve YENER, M. S. (2005) "Consumption Volatility and Financial Openness", **Kiel Working Paper No. 1260**, pp.1-32.

BUCH, C., DOEPKE, J. ve PIERDZIOCH, C. (2005) "Financial Openness and Business Cycle Volatility", **Journal of International Money and Finance**, No: 24, pp.744-765.

BUSSIERE, M. ve FRATZSCHER, M. (2004) "Financial Openness and Growth: Short-Run Gain, Long-Run Pain?", No. 348, **Working Paper Series, European Central Bank**, pp.1-41.

CALDERON, C. A. ve HEBBEL, K. S. (2008) "Openness and Growth Volatility", Central Bank of Chile Working Papers Central Bank of Chile, No.483, pp. 1-32.

CALVO, G. A., LEIDERMAN, L. ve REINHART, C. M. (1996) "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s", **Journal of Economic Perspectives**, Vol. 10, No: 2, pp. 123-139.

DICKINSON, D. (2007) "Financial Markets and Global Integration", **50 Years of EU Economic Dynamics: Integration, Financial Markets and Innovations**, Ed. by Richard Tilly, Paul J.J. Welfens and Michael Heise, Springer Berlin Heidelberg New York, pp.109-122.

EASTERLY, W., ISLAM, R. ve STIGLITZ, J. E. (2000) "Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility", **The World Bank**, pp.1-13.

EDISON, H.J., KLEIN, M., RICCI, L. ve SLOK, T. (2002), "Capital Account Liberalization and Economic Performance: Survey and Synthesis", **IMF Working Paper WP/ 02/120**, pp. 1-38.

EICHENGREEN, B. (2001) "Capital Account Liberalization: What Do Cross-Country Studies Tell Us?", **World Bank Economic Review**, Vol. 15, No:3, pp.341-365.

EOZENO, P. (2008) "Financial Integration and Macroeconomic Volatility: Does Financial Development Matter?", **MPRA Paper (Munich Personal RePEc Archive) No. 1273**, pp.1-35.

EVANS, M. ve HNATSKOVSKA, V. (2006) *Financial Integration, Macroeconomic Volatility and Welfare*", Paper presented at the 7th Jacques Polak Annual Research Conference Hosted by the International Monetary Fund, Washington DC., pp.1-9.

FELDSTEIN, M. ve HORIOKA, C. (1980) "Domestic Saving and International Capital Flows", **Economic Journal**, Vol. 90, No: 358, pp.314-329.

FISCHER, S. (1997) Capital Account Liberalization and the Role of the IMF", <http://www.piie.com/fischer/pdf/Fischer141.pdf>.

GOURINCHAS, P. O. ve JEANNE, O. (2002), "On the Benefits of Capital Account Liberalization for Emerging Economies", [http://siteresources.worldbank.org/INTFR/Resources/capital\\_account\\_lib2.pdf](http://siteresources.worldbank.org/INTFR/Resources/capital_account_lib2.pdf)

HAGEN, J. V. ve ZHANG, H. (2006) "Financial Openness and Macroeconomic Volatility", **Zei Working Paper Series**, pp. 1-30.

HIRATA, H., KIM, H. S. ve KOSE, A.M. (2004) "Integration and Fluctuations: The Case of MENA", **Emerging Markets, Finance and Trade**, Vol. 40, No: 6, pp.48-67.

HNATSKOVSKA, V. ve LOAYZA, N. (2004) "Volatility and Growth", **World Bank Policy Research Working Paper No. 3184**, pp.1-40.

HNATSKOVSKA, V. ve LOAYZA, N. (2005) "Volatility and Growth", pp.65-100, Ed. by Joshua Aizenman ve Brian Pinto, **Managing Volatility and Crises: A Practitioner's Guide**, The World Bank, Cambridge University Press.



HOEVEN, R. ve LUBKER, M. (2006) "Financial Openness and Employment: The Need for Coherent International and National Policies", **Policy Integration Department International Labour Office**, Working Paper No.75, Geneva, pp.1-39.

JOHNSON, S. (2007) "Reaping The Benefits of Financial Globalization", **International Monetary Fund**, pp.1-50.

KLEIN, M. W. ve OLIVEI G. P. (2005) "Capital Account Liberalization, Financial Depth and Economic Growth", **NBER WORKING PAPER SERIES** No:7384, <http://www.nber.org/papers/w7384>, pp.1-22.

KOSE, M. A., PRASAD, E. ve TERRONES, M. E. (2003) "Financial Integration and Macroeconomic Volatility", **IMF Working Paper**, Vol.3, No: 50, pp.1-25.

KOSE, M. A., PRASAD, E. ve TERRONES, M.E. (2005), "Growth and Volatility in an Era of Globalization", **IMF Staff Papers**, Vol. 52, Special Issue, pp.31-63.

KOSE, M. A., PRASAD, E., ROGOFF, K. ve SHANG-JIN, W. (2006) Financial Globalization: A Reappraisal, **IMF Working Paper, WP/06/189**, pp.1-92.

KOSE, M. A. (2007) "Globalization and Macroeconomic Volatility", Research Summaries, **IMF Research Bulletin**, Vol. 8, No:1, pp. 1-3.

KRAAY, A. (1998) "In Search of the Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalization", **unpublished manuscript**, The World Bank.

LANE, P. R ve MILESI-FERRETTI G. M. (2001) "The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Nations," **Journal of International Economics**, Vol. 55, pp. 263-294.

LE, H. G. (2000) "Financial Openness and Financial Integration", **Asia Pacific School of Economics and Management Working Papers**, pp.1-24.

LEBLEBICIOĞLU, A. (2009) "Financial Integration, Credit Market Imperfections and Consumption Smoothing", **Journal of Economic Dynamics and Control**, Vol.33, No:2, pp.377-393.

LICCHETTA, M. (2006) "Macroeconomic Effects of Capital Account Liberalisation in Emerging Markets", Working Paper No.1, Roma, Sapienza University of Rome, pp.1-31.

LOAYZA, N. V., RANCIÈRE, R., SERVÉN, L. ve VENTURA, J. (2007) "Macroeconomic Volatility and Welfare in Developing Countries: An Introduction", *The World Bank Economic Review*, Vol. 21, No: 3, pp.343-357.

MCLEAN, B. ve SHRESTHA, S. (2002) "International Financial Liberalization and Economic Growth", **Research Discussion Paper, Economic Research Department, Reserve Bank of Australia**, pp.1-24.

MELLER, B. (2009) "The Two-Sided Effect of Financial Globalization on Output Volatility", **SSRN Working Paper Series**, pp.1-34.

MIRDALA, R. (2006) "Macroeconomic Aspects of Financial Liberalization", **PANOECONOMICUS**, No: 4, pp. 439-456.

MISHKIN, F. S. (2007) "Is Financial Globalization Beneficial?", **Journal of Money, Credit and Banking**, Vol. 39, No: 2–3, pp.259-294.

MONTIEL, P. ve SERVÉN, L. (2005) "Macroeconomic Stability in Developing Countries: How Much Is Enough?", *Economic Growth in 1990s: Learning From a Decade of Reform*, **The International Bank for Reconstruction and Development, The World Bank**, Washington DC., pp.120-130.

NAIR, L. R. (2006) "Degree of Capital Account Openness and Macroeconomic Volatility in India an Empirical Analysis", **Institute for Financial Management and Research Centre for Advanced Financial Studies, Working Paper Series**, pp.1-32.

NEAIME, S. (2005) "Financial Market Integration and Macroeconomic Volatility in the MENA Region: An Empirical Investigation", **Review of Middle East Economics and Finance**, Vol. 3, No: 3, pp. 231 – 255.

OBSTFELD, M. ve TAYLOR A. M. (2003), "Globalization and Capital Markets", *Globalization in Historical Perspective*, **National Bureau of Economic Research, NBER No: 9587**, pp. 121-188.

ÖZBILGIN, H. M. (2009) "Financial Market Participation and the Developing Country Business Cycle", **The Central Bank of the Republic of Turkey**, pp.1-37.

PERRI, F. ve QUADRINI, V. (2007) "Financial Liberalization and International Business Cycle", <http://www.econ.wisc.edu/workshop/IntPap3.pdf>.

PERRY, G. (2009) "Causes and Consequences of High Volatility in Developing Countries", **Center for Global Development, Beyond Lending How Multilateral Banks Can Help Developing Countries Manage Volatility**, Washington DC 20036, pp.1-14.

PISANI, M. (2005) "Financial Openness and Macroeconomic Instability in Emerging Market Economies", [http://www.bde.es/doctrab/confere/docs/Pisani\\_Madrid10.pdf](http://www.bde.es/doctrab/confere/docs/Pisani_Madrid10.pdf).

PRASAD, E., ROGOFF, K., WEI, S. J. ve KOSE, M. A. (2003) "Effects of Financial Globalization on Developing Countries: Some Empirical Evidence", **IMF Working Paper No. 031703**, <http://www.imf.org/external/np/res/docs/2003/031703.htm>. pp. 1-86.

PRASAD, E., ROGOFF, K., WEI, S. J. ve KOSE, M. A. (2004) "Financial Globalization, Growth and Volatility in Developing Countries", **NBER Working Paper, No: W1094**, pp. 1-67.

QUINN, D. (1997) "The Correlates of Change in International Financial Regulation", **American Political Science Review**, Vol. 91, No: 3, pp.531-551.

RAZIN, A. ve ROSE, A. (1992) Business Cycle Volatility and Openness: An Exploratory Cross-Section Analysis, **NBER Working Paper Series**, No: 4208, pp.1-31.

RINCON, H. (2007) "Financial Globalization, Economic Growth, and Macroeconomic Volatility", **Borradores De Economia**, No: 002721, BANCO DE LA REPÚBLICA, pp.1-30.

ROSE, A. K. ve SPIEGEL, M. M. (2007) "International Financial Remoteness and Macroeconomic Volatility", **Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper Series, Working Paper 2008-01**, pp.1-41.

SCHMUKLER, S. L. (2004) "Financial Globalization: Gain and Pain for Developing Countries", **Federal Reserve Bank of Atlanta Economicreview Second Quarter**, pp.39-66.

SENAY, Ö. (1998) "The Effects of Good and Financial Market Integration on Macroeconomic Volatility", **The Manchester School Supplement**, No: 0025-2034, pp.36-61.

SINGH, A. (2003) "Capital Account Liberalization, Free Long-Term Capital Flows, Financial Crises and Economic Development", **Eastern Economic Journal**, Vol. 29, No:2, pp.191-216.

STIGLITZ, J. E. (2000) "Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability", **World Development**, Vol. 28, No: 6, pp. 1075-1086.

SUTHERLAND, A. (1996) "Financial Market Integration and Macroeconomic Volatility", **Scandinavian Journal of Economics**, Vol. 98, pp.521-539.

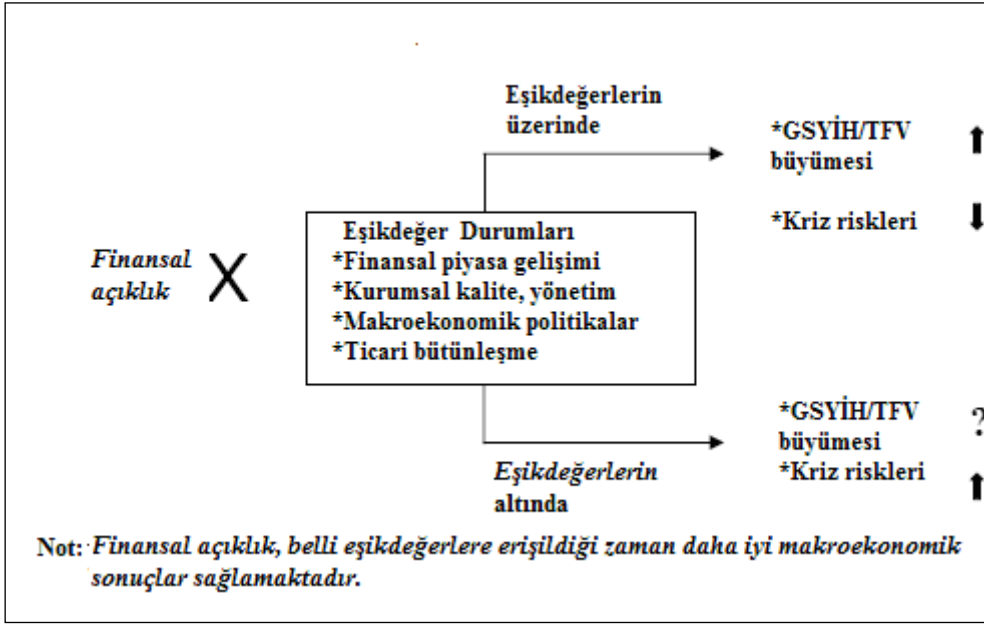
THARAVANIJ, P. (2007) "Capital Market and Business Cycle Volatility", **Monash University Economics Discussion Paper**, pp.1-44.

WOLF, H. (2005) "Volatility: Definitions and Consequences", pp.45-64, Ed. by Joshua Aizenman ve Brian Pinto, **Managing Volatility and Crises: A Practitioner's Guide, The World Bank**, Cambridge University Press.

EKLER

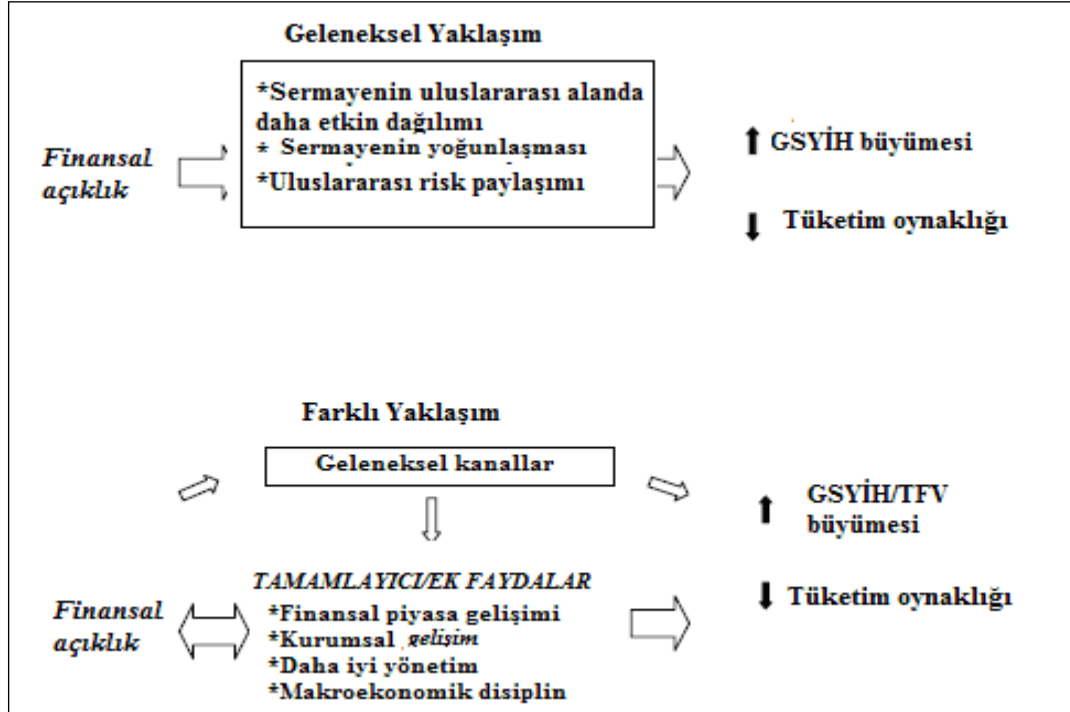
ŞEKİLLER:

Şekil 1: Eşik değerlerin Varlığı Durumunda Finansal Liberalleşmenin Etkileri



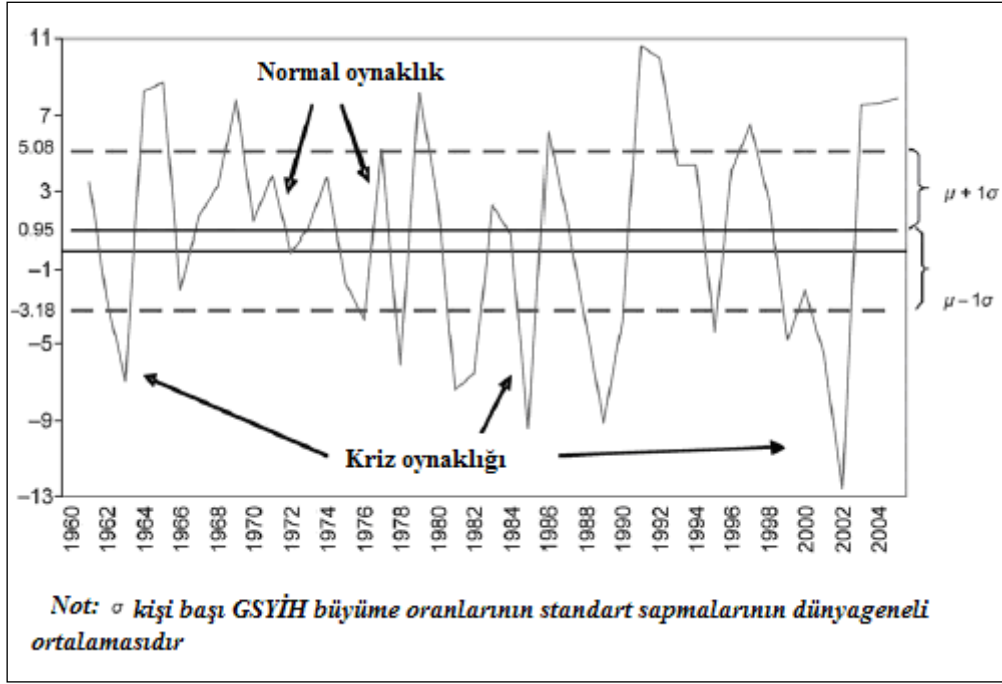
Kaynak: Kose vd., 2006: 34- 35.

Şekil 2: Finansal Açıklığın Gelişmekte Olan Ekonomiler Üzerindeki Etkisi İle İlgili İki Görüş



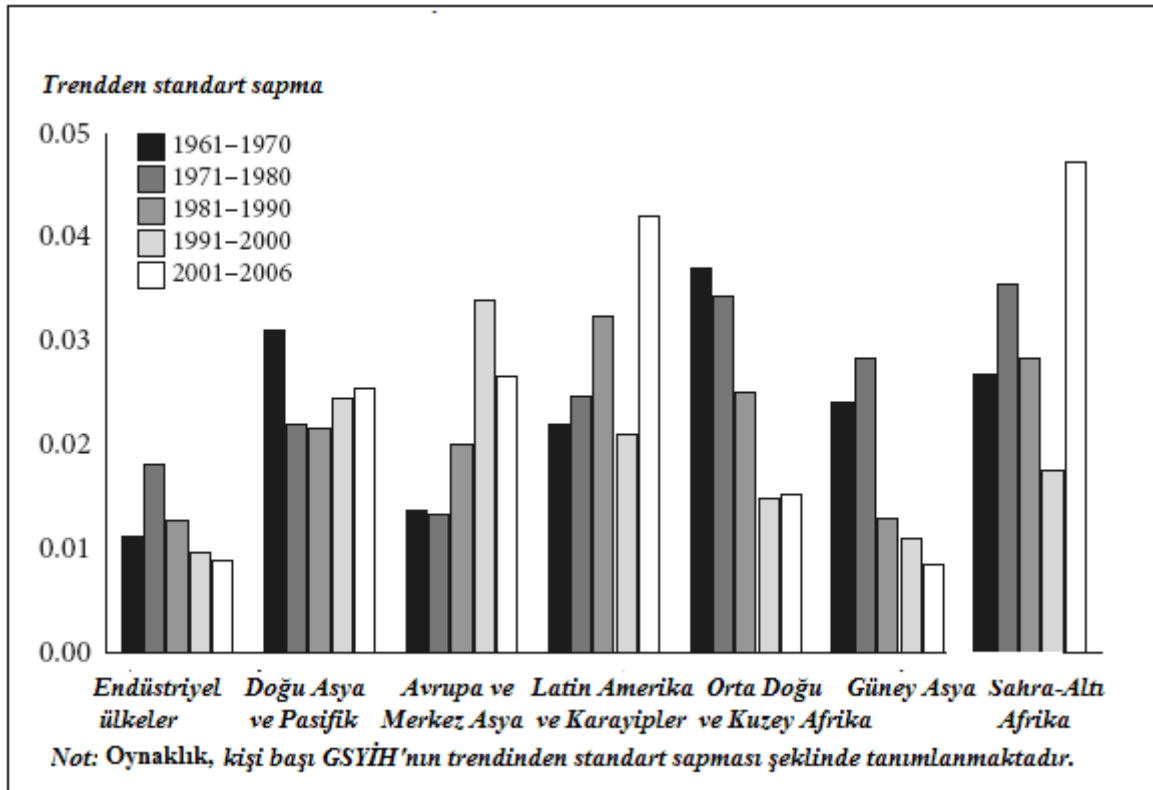
Kaynak: Kose vd., 2006: 34

Şekil 3: Normal ve Kriz Oynaklığı: Arjantin, 1960-2005 (Kişi başı GSYİH Büyüme Oranı)



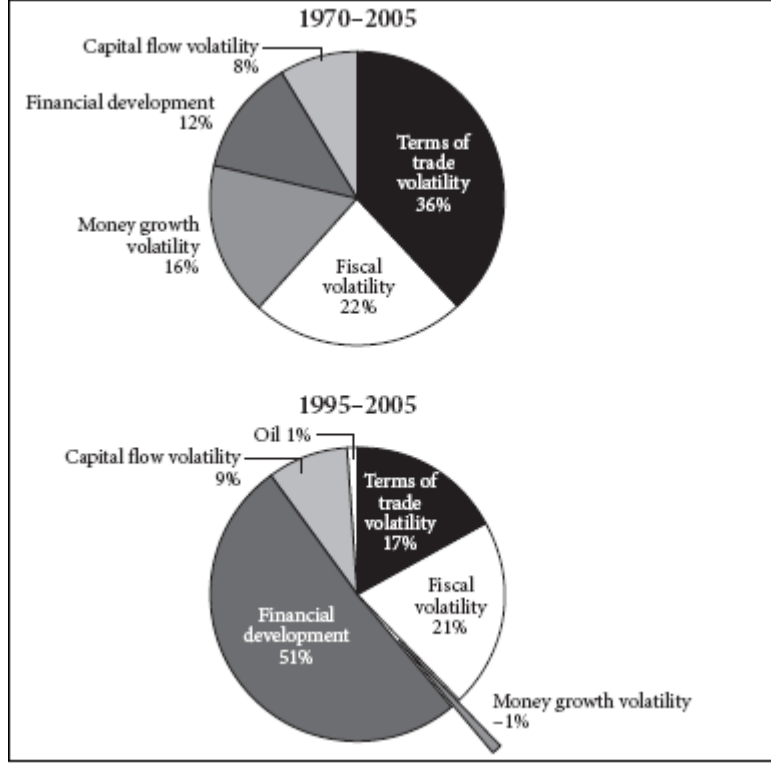
Kaynak: Hnatkovska ve Loayza, 2005: 75.

Şekil 4: Bölgelere Göre Kişi Başı GSYİH Oynaklığı, 1961-2006



Kaynak: Perry, 2009: 2.

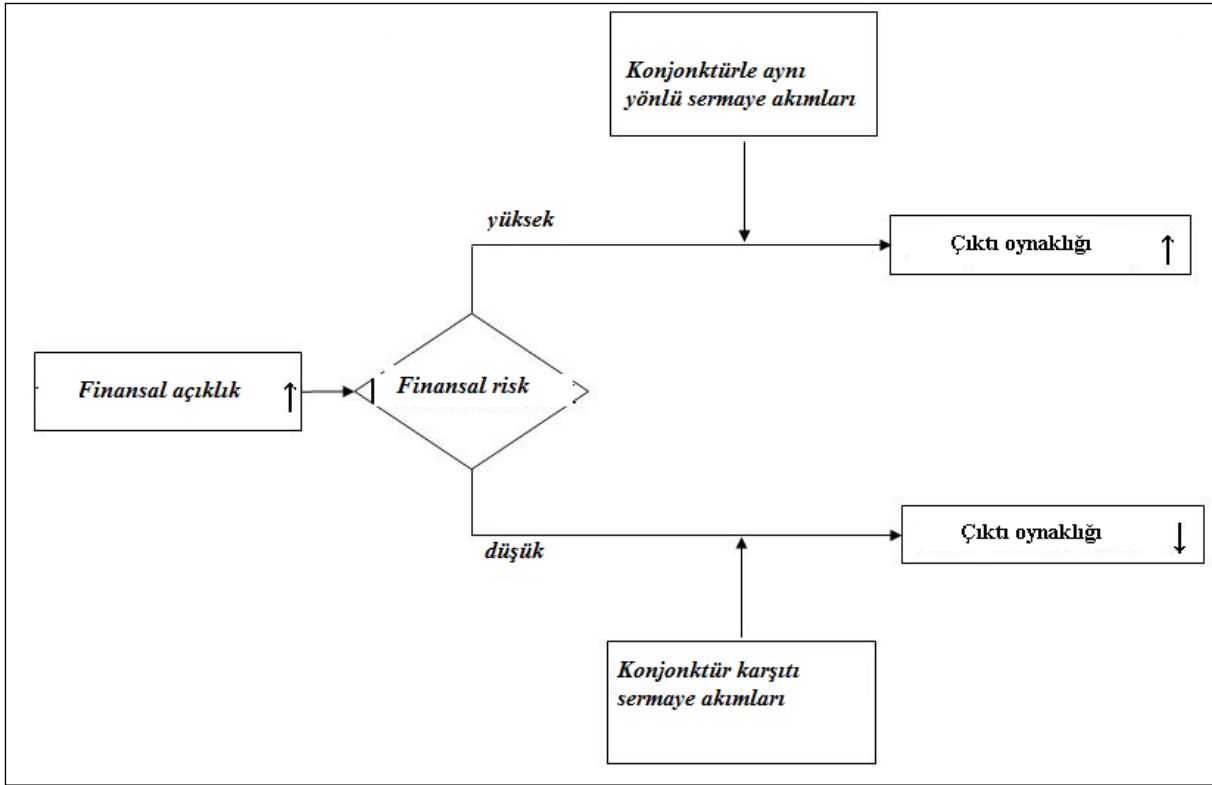
Şekil 5: Gelişmekte Olan Ülkelerde Görülen Aşırı Çıktı Oynaklığının Nedenleri



Kaynak: Perry, 2009:13<sup>2</sup>.

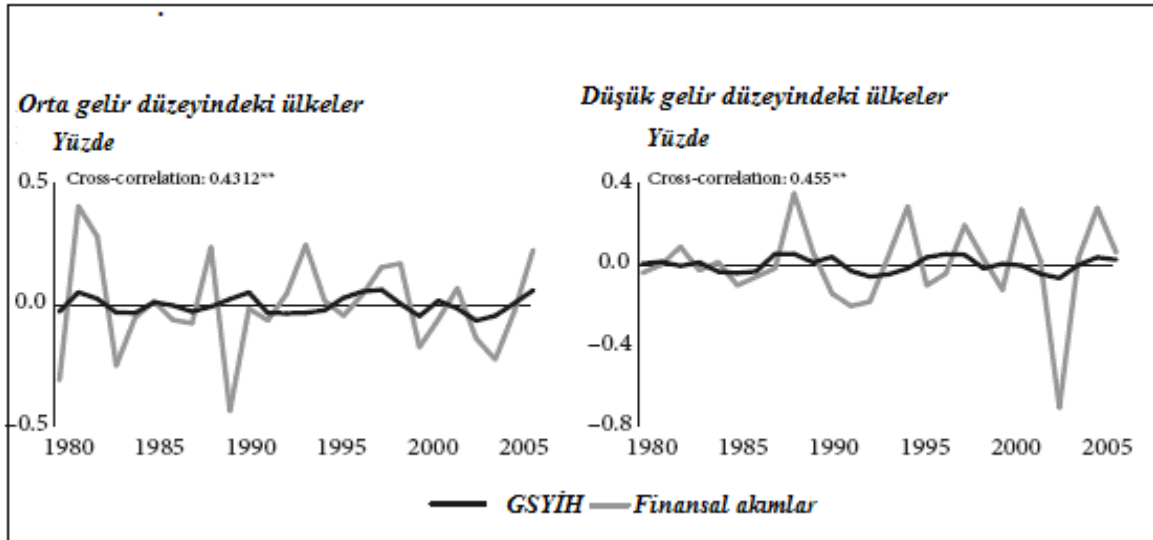
<sup>2</sup> Şekilde yer alan; **capital flow mobility**: sermaye akımı hareketliliğini, **financial development**: finansal gelişmeyi, **fiscal volatility**: mali oynaklığı, **money growth volatility**: parasal büyüme oynaklığını, **terms of trade volatility**: ticaret hadleri oynaklığını, **oil**: petrol fiyatları oynaklığını ifade etmektedir.

Şekil 6: Finansal Açıklığın Çıktı Oynaklığı Üzerindeki Etkisi



Kaynak: Meller, 2009:4.

Şekil 7: GSYİH ve Net Finansal Akımların Çevrimsel Unsuru: 1980-2004



Kaynak: Perry, 2009:8.